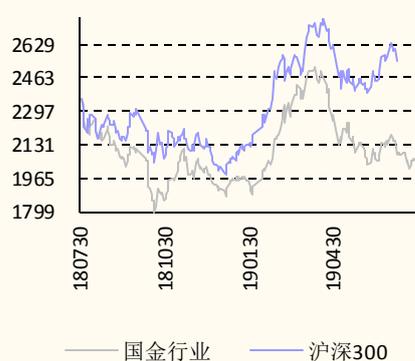


市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金纺织品和服装指数	2055.79
沪深300指数	3802.79
上证指数	2933.36
深证成指	9186.29
中小板综指	8741.83



相关报告

- 1.《前瞻拆解：丸美股份即将登陆 A 股，化妆品上市公司再添一员猛将-...》，2019.7.8
- 2.《优衣库的辉煌与 GAP 的黯淡，中国快时尚市场并非变难做，而是分...》，2019.6.25
- 3.《纺服双周报数据谈第 8 期：618 美妆消费表现强势，国货化妆品迎...》，2019.6.23
- 4.《纺服双周报数据谈第 7 期：运动鞋服 2019 M5 阿里数据解读，...》，2019.6.9
- 5.《纺服双周报数据谈 2019 第 6 期：化妆品 19 年 4 月阿里数据解读...》，2019.5.5

吴劲草 分析师 SAC 执业编号：S1130518070002
wujc@gjzq.com.cn

姬雨楠 联系人
jiyunan@gjzq.com.cn

白牌电商，星辰大海

——小米&网易严选&南极电商模式与数据对比

行业观点

- 从“中国制造”到“中国品牌”，国牌崛起，标品先行。中国巨量的人口，保证了其足够的需求和足够强的供给，“中国制造”世界闻名，但很多优质产能却因为缺乏良好的品牌合作，形成了非常特殊的“白牌市场”。国牌崛起，标品先行，白牌市场的整合，是“中国品牌”崛起的重要机会。
- 三种新兴品牌商模式：小米核心为“品”，严选核心为“选”，南极核心为“聚”。①小米生态链主打“投资+孵化”：参与把控工业设计、质量检测等环节，保证产品风格统一，品质可控，并借助自有及第三方平台流量，帮助生态链企业做大自有品牌，在产品销售基础上享受投资收益。②网易严选主打 ODM “买手制”：通过挑选和采购一线国际品牌 ODM 制造商符合“生活美学”理念的商品介入上游供应链，剔除品牌溢价，统一以网易严选自有品牌实现自营销售。③南极电商是“供应商和经销商的聚合商”：通过品牌授权模式，解决经销商的流量焦虑和供应商的订单焦虑，让零散的产能有共同的品牌，以更高的效率在线上销售，供应商是南极实质上的客户。
- 数据还原三种模式的运营特性和消费者行为，小米、严选通过“精挑细选”满足悦己型消费者需求，南极电商通过“天罗地网”满足省心型消费者需求：①SKU 展示数对比：截至 2019 年 4 月，南极电商的 SKU 展示数为 4.7 万个，网易严选和小米的 SKU 展示数分别为 6495 个和 4261 个。②IP 地址覆盖数对比：截至 2019 年 4 月，南极覆盖的 IP 数为 3.52 亿，小米和严选分别仅为 4100 万和 1400 万。③单次 SKU 浏览数严选>小米>南极，最终 SKU 消费数接近：2019 年 4 月，严选用户单次 SKU 浏览数 6.57 个，小米是 3.55 个，南极是 1.29 个，而最终单用户消费 SKU 数量都在 2 个附近。④品牌入口比例比较：小米和严选商品的入口比例分别为 84%和 83%，而南极仅为 14%，是一个品类入口。⑤消费者城市层级比较：严选 80%的用户位于一二线城市，小米 74%的用户位于二三线城市，南极 67%的用户位于三线及以下城市。
- 小米、严选、南极电商三种模式的扩张边界探讨：①基于小米自有资源的特点和孵化的能力，生态链最有可能做好的品类是科技消费品和加价率高的生活消费品，“百货商店六楼卖的商品”都是小米可能做好的品类。目前生态链孵化赋能接近瓶颈，要向供应链资源的掌控方向发展。②严选模式类似线上无印良品，扩张边界取决于中国“悦己型”中产消费者的体量。未来在 SKU 持续扩张下，需要考虑如何持续控制存货风险和保持品牌形象。③南极电商是白牌市场收割者，流量磁铁，品类扩张有一定随机性，扩张边界来自于白牌市场收割完毕后，公司是否可以搭建起品牌溢价。

投资建议

- 从“中国制造”到“中国品牌”，国牌崛起，标品先行，白牌市场的整合，是“中国品牌”崛起的重要机会。小米生态链团队的供应链接入最深，中长期发展格局大；南极电商是白牌市场的收割者，模式轻，流量和规模处于上升期，中期前景明朗；严选模式理论上可行，目前 SKU 扩张过快，存货风险显现，自有流量不足是核心短板。A 股市场建议关注南极电商。

风险提示

- 消费增速放缓、市场竞争加剧、品类扩张的风险

内容目录

1. 白牌电商，是目前整个中国最大的机会之一.....	5
1.1 中国商业文化的基本盘有怎样的特殊性？.....	5
1.2 电商是中国消费的核心变量，依然有着快速的增速.....	5
1.3“白牌市场”前方星辰大海，是“中国制造”转向“中国品牌”的重要土壤？.....	5
2. 小米、严选、南极电商等新兴品牌商涌现.....	9
2.1 平台&自营模式之外，电商行业新兴品牌商模式崛起.....	9
2.2 新兴品牌模式：小米核心为“品”，严选核心为“选”，南极核心为“聚”.....	10
3. 小米生态链：“投资+孵化”的商业模式，核心是“品”.....	11
3.1 为什么选择“投资+孵化”的商业模式整合生态链供应商？.....	11
3.2 为什么选择 IOT 和生活消费品为生态链主要品类？.....	12
3.3 生态链企业会为小米带来哪些赢利点？.....	13
3.4 生态链公司发展自有品牌会对小米造成冲击吗？.....	13
4. 网易严选：ODM“买手制”的自营电商模式，核心是“选”.....	14
4.1 为什么选择 ODM“买手制”的商业模式？.....	15
4.2 如何挑选和管理 ODM 供应商？.....	15
4.3 商品品类布局的逻辑是什么？.....	16
4.4 严选为网易带来了怎样的赢利点？.....	17
4.5 严选模式可能面临哪些挑战？.....	17
5. 南极电商：雇佣兵联盟盟主的商业模式，核心是“聚”.....	19
5.1 南极电商是在怎样的环境中成长起来的？.....	19
5.2 南极电商是怎样一种特殊的模式？.....	20
5.3 成长至今，南极共同体取得了怎样的战绩？.....	22
5.4 产品定位：平民的选择，性价比的选择，高频快消的选择.....	23
5.5 轻资产扩张的南极电商在财务上有什么特点？.....	24
6. 小米、网易严选、南极电商模式特性与运营特征的比较.....	26
6.1 模式定位层面之 SKU 对比——中心化精挑细选 VS 去中心化天罗地网.....	26
6.2 “粉丝向”品牌小米和网易严选，致力于扩张 SKU 基数.....	27
6.3 消费者群体——“悦己型”和“省心型”购买行为差别巨大.....	28
6.4 供应链整合模式——不同工厂的角色区别.....	31
7. 小米、网易严选、南极电商扩张边界的探讨.....	32
7.1 小米：格局最大，生态链生命力强，扩张边界取决于核心赋能实力.....	32
7.2 网易严选：模式其实较为传统，靠“选”打出的粉丝群体，扩张边界来自于维持品牌形象和品牌管理.....	34
7.3 南极电商：白牌市场收割者，流量磁铁，品类扩张有一定随机性，扩张边界来自于白牌市场收割完毕后品牌力的打造.....	35
8. 风险提示.....	36

图表目录

图表 1: 电商是社零增长的引擎.....	5
图表 2: 线上商品零售额占社零总额比重逐年提升.....	5
图表 3: 中国线上商品零售额占社零总额比.....	6
图表 4: 美国网络零售额占比.....	6
图表 5: 电商不仅仅会改变渠道, 还会改变品类和集中度.....	6
图表 6: 线下商业具有边界限制.....	7
图表 7: 电商没有线下商业的边界限制.....	7
图表 8: 世界级品牌中国知名代工厂举例.....	7
图表 9: 部分仿造鞋在质量测试中指标表现甚至好于正品鞋.....	8
图表 10: 淘宝一条街, 整条街都是给网店供货的, 没有固定品牌的工厂店.....	8
图表 11: 新兴品牌商模式产业链环节.....	9
图表 12: 电商格局: 渠道端已形成垄断, 供应链端和品牌端存在破局机遇.....	9
图表 13: 平台模式、自营模式、新兴品牌商模式比较.....	10
图表 14: 商业模式比较.....	10
图表 15: 小米生态链商业模式: 核心是“品”.....	11
图表 16: 小米生态链圈层及投资逻辑.....	12
图表 17: 小米生态链产品图谱.....	12
图表 18: IOT 与生活消费品收入 (亿元) 及占比.....	13
图表 19: IOT 与生活消费品毛利 (亿元) 及贡献.....	13
图表 20: 按公允价值计入损益的投资 (亿元).....	13
图表 21: 投资公允价值变动收益 (亿元).....	13
图表 22: 小米生态链品牌举例.....	14
图表 23: 网易严选商业模式: 核心是“选”.....	14
图表 24: 网易严选合作的部分国内 ODM 品牌制造商.....	15
图表 25: 网易严选商品类目.....	16
图表 26: 网易 2018 年各业务板块收入 (亿元).....	17
图表 27: 网易 2018 年各业务板块毛利 (亿元).....	17
图表 28: 2015-2018 网易存货规模 (亿元).....	18
图表 29: 2016-2018 网易存货周转天数.....	18
图表 30: 精选电商比较.....	18
图表 31: 南极电商商业模式, 核心是“聚”.....	19
图表 32: 电商卖家希望找到强有力的品牌进行合作.....	20
图表 33: 淘宝关键词购买 (直通车) 效果.....	21
图表 34: 淘宝展位 (智钻) 购买效果.....	21
图表 35: 南极共同体体系内的供应商与经销商数量.....	22
图表 36: 南极电商经销商具有头部效应.....	22
图表 37: 南极电商总 GMV (亿元).....	22

图表 38: 南极人内衣相关品类阿里市占率变化情况.....	23
图表 39: 南极人电热毯阿里市占率变化情况.....	23
图表 40: 卡帝乐鳄鱼行李箱阿里市占率变化情况.....	23
图表 41: 卡帝乐行李箱.....	23
图表 42: 内衣品牌平均价格 (元)	24
图表 43: 内衣-保暖内衣品牌平均价格.....	24
图表 44: 南极电商营收 (剔除时间互联)	24
图表 45: 南极电商净利润 (剔除时间互联)	24
图表 46: 南极电商毛利率、净利率及三费率情况.....	25
图表 47: 南极 SKU 显著多于小米和网易严选.....	26
图表 48: 南极覆盖的 IP 数显著多于小米和严选.....	27
图表 49: 小米&严选的 SKU 数显著增长扩张.....	27
图表 50: 小米和严选的 IP 覆盖数也相应增长.....	27
图表 51: 严选的 SKU 增长拉动 IP 覆盖数更为显著	28
图表 52: 悦己型消费者和省心型消费者的区别.....	28
图表 53: 单用户单次 SKU 浏览数, 严选>小米>南极.....	29
图表 54: 单用户最终 SKU 消费数, 三家公司是接近的.....	29
图表 55: 小米和网易严选是品牌入口, 而南极并非品牌入口.....	30
图表 56: 南极的客评论基本上都是中性, 小米和严选是粉黑兼备.....	31
图表 57: 小米&严选&南极的消费者城市分布不同	31
图表 58: 小米&网易严选&南极电商供应链工厂端整合	32

1. 白牌电商，是目前整个中国最大的机会之一

1.1 中国商业文化的基本盘有怎样的特殊性？

- 所有伟大的消费品公司，都一定是吃透了某种商业文化的公司。如果说中国最重要的商业文化特殊性，我们认为有四：①庞大的人口所支撑的巨量的需求，②复杂无比的城市层级和需求层级，③全世界最普及的电商文化，④现阶段还是一个发展中国家。理解并顺应这些商业文化特点，是一个伟大消费品公司的基础特质。
- ①人口最多的国家，需求足够充足。中国是世界上人口最多的国家，有 13 亿以上的人口，巨量的人口保证了中国的消费需求基础。中国的消费需求是足够的，无数巨头，不论是海外宝洁，可口可乐等公司，国内的格力，茅台等公司，都证明过中国市场是可以取得巨大成功的。根本性的问题，在于如何挖掘这些消费需求。
- ②复杂无比的城市层级。中国广袤的土地上的城市层级结构，是无比复杂的，34 个省级行政区，334 个地级行政区，2851 个县级行政区，39888 个乡级行政区。这也是让很多很早就进入中国的国际品牌头疼的问题，从经销，存货管理，人员管理上，在低线城市，总有力所不逮的地方。
- ③全世界最普及的电商文化。很多人可能没有意识到，中国的电商行业，现在就是世界 No.1。至 2018 年底，中国的整体电商渗透率为 18.4%，而相比而言，美国的电商渗透率，在 2016 年，仅为 8%，预计至 2018 年底还不到 10%。
- ④中国现在依然是一个发展中国家。尽管近年来，我国人民生活水平有了很大的提升，但是必须承认，现在我们依然是一个发展中国家。75%地区的居民，月人均可支配收入没有超过 2500 元。2018 年，全国月人均可支配收入为 2352 元。

1.2 电商是中国消费的核心变量，依然有着快速的增速

- 上文说到，电商文化是非常具有中国特色的一个商业文化。中国的电商渗透率是世界上最高的。电商，也是改变中国消费的核心变量。
- 电商依然是拉动中国消费的核心变量。从社零增速来看，2018 年，社零整体增速大约 9.0%，而线上的增速达 25.4%，线下增速推算仅为 5.3%。线上商品社零占比约 18.4%，虽然已经是世界上最高的了，但是显然还有线上渗透率继续提升的空间。

图表 1：电商是社零增长的引擎



图表 2：线上商品零售额占社零总额比重逐年提升



来源：国家统计局，国金证券研究所

来源：国家统计局，国金证券研究所

图表 3：中国线上商品零售额占社零总额比



来源：国家统计局，国金证券研究所

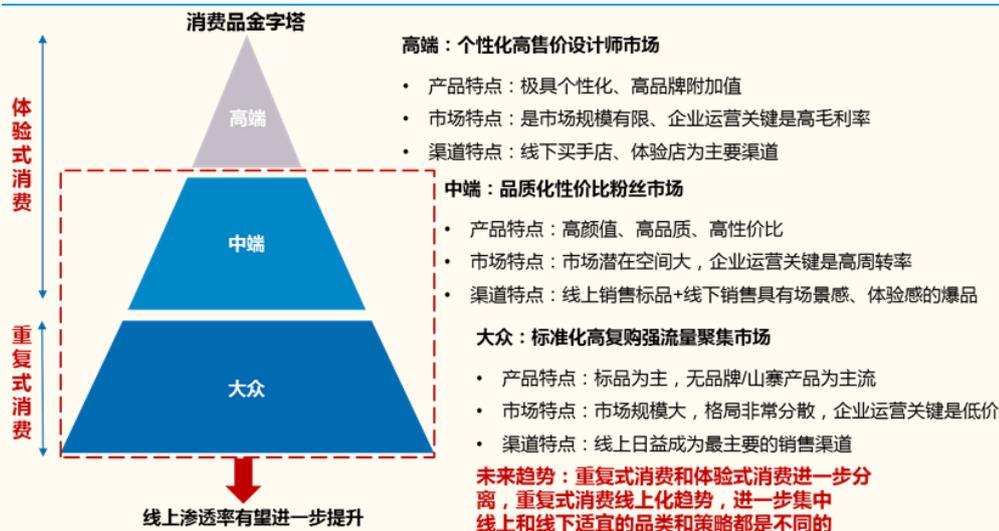
图表 4：美国网络零售额占比



来源：wind，国金证券研究所

- **电商不仅仅是渠道变革，会在品类和思维上也发生变革。**很多人认为电商只是一种渠道变革，只是把交易场景从线下搬到线上了，省去了一些地租费用，并使覆盖范围变广了而已。实际上这只是表象，电商变革的是整个交易思维和逻辑，在品类和集中度上也会发生相应的变化。
- **线上线下的适宜的品类，会变得不同。**如果把消费品粗分为高端，中端，大众三种类型。那么，越偏高端的商品，越是个性化的商品，而中端和大众商品，更偏标准化。而越偏高端的商品，越偏体验式消费，注重场景感，越偏中端大众的商品，越偏重复式消费，注重便利性。所以，未来电商改变的不仅仅是渠道，并不是所有商品，都一样拿 18%到线上去卖，而是有一部分商品，可能超过 50%都会去线上卖。低值易耗的商品，线上化的程度更高，未来重复式消费的商品，如纺织品，日用品，小家电等，线上的渗透率可能会持续提升。

图表 5：电商不仅仅会改变渠道，还会改变品类和集中度

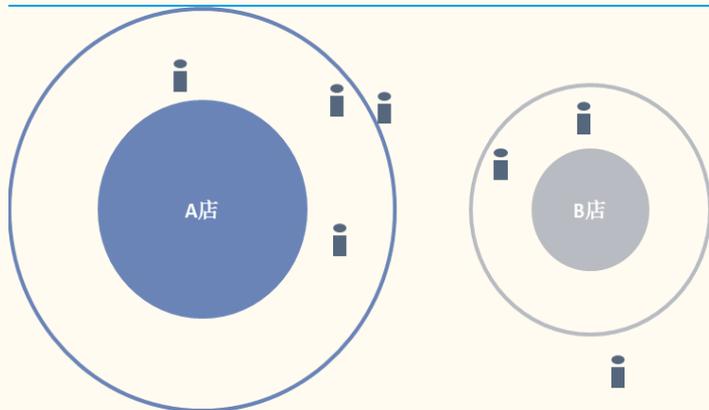


来源：国金证券研究所

- **线上类商品消费频次会提升。**低值易耗的商品，更适用于线上的商品，消费频次会显著提升，更换频率也在提升。我们进行了草根调研，大致结果显示，30岁左右的青年男性，10年前2009年，一年购买内裤大约3-4条，而2019年，同龄男士一年购买内裤数量平均超过10条。此类线上化程度逐渐变高的商品，因为电商的购物便利性，购物频次显著提升。

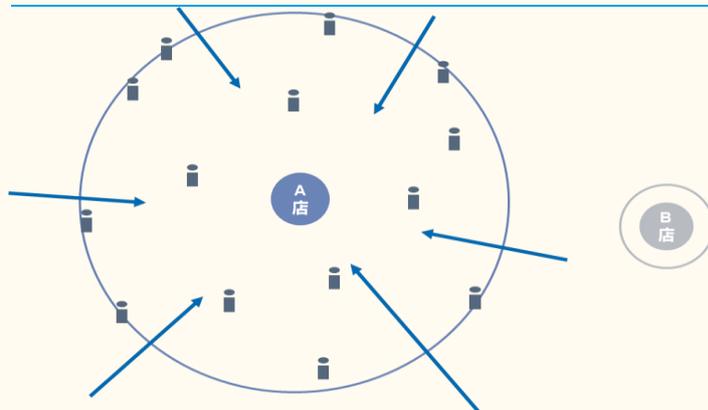
- **边界会变得不一样，线上商家马太效应会越来越强。**不同于线下商业是一种“区域竞争”，A店在A地，B店在B地，A店再大，其辐射范围也是有限的，对B地的消费者，B店总有地缘优势。线上是一种“全域竞争”，每一个网店距离每一个消费者的距离是一样的，线上的搜索加权是具有顶端优势的，头部的店铺，会吸引更多的流量。所以，线上商家的马太效应会越来越强，易耗品，尤其是是标准化程度较高的消耗品，线上不仅渗透率会越来越高，头部集中度也会越来越高。

图表 6：线下商业具有边界限制



来源：国金证券研究所

图表 7：电商没有线下商业的边界限制



来源：国金证券研究所

1.3 “白牌市场”前方星辰大海，是“中国制造”转向“中国品牌”的重要土壤

- **巨量的人口，不仅仅意味着充足的消费需求，也意味着充足的供给。**中国有着巨量的人口，消费需求是十分充足的，但由于复杂的城市层级和分化的人群，中国的消费实际上零散程度是很高的。而另一方面，因为巨量的人口，中国的生产供给同样是充足的，有着“世界工厂”的称号。以纺织服装，家电为代表“中国制造”轻工业商品，销往世界各个角落。
- **中国有丰富且分散的制造商资源，不乏有诸多知名国际品牌的代工厂：**服装领域有申洲国际、联泰、联业、溢达、晶苑集团等；箱包领域有开润股份、时代皮具等；化妆品领域有科丝美诗中国、莹特丽中国、蔻诗曼嘉等。家具领域有浮生记、高帆家私、简木、木言等；电子产品领域有富士康、闻泰、龙旗、天珑等。大厂的的特点是，绑定一些著名品牌商，需要有较大的订单量才能启动生产。

图表 8：世界级品牌中国知名代工厂举例

类别	中国代工厂	代工品牌
服饰类	联泰	Ralph Lauren、Calvin Klein、Victoria's Secrets 等
	联业	Givenchy、Burberry、Callaway 等
	溢达	Abercrombie Fitch、Lacoste、Polo Ralph Lauren、Nike 等
	申洲国际	NIKE、ADIDAS、PUMA、UNIQLO 等
	晶苑集团	UNIQLO、PINK、ATY、HM、JCPENY 等
	长江制衣	Pringle、Miss Sixty、YSL、Diesel、Marc Jacobs 等
箱包类	开润股份	迪卡侬、新秀丽、VB、HP、DELL 等
	时代皮具	Coach、Prada、Michael Kors、Tumi 等
化妆品类	科丝美诗中国	兰蔻、植村秀、韩束、卡姿兰、百雀羚 等
	莹特丽中国	迪奥、兰蔻、香奈儿、阿玛尼、珀莱雅、丸美、毛戈平、玛丽黛佳 等
	蔻诗曼嘉	菲诗小铺、悦诗风吟 等
家具类	浮生记	宜家 等
	高帆家私	无印良品 等
	简木	Baker、erco 等
	木言	NITORI、dwell 等

来源：搜狐，国金证券研究所

- 中国的优质生产供应商，很大程度上没有发挥出其应有的价值，需要“中国品牌”。“中国制造”闻名世界，但很大程度上，中国制造现在的附加值还比较低，没有良好的“中国品牌”让其发挥出其应有的价值。很多中国制造的产品，产品质量很好，但只能给外国品牌做代工或者做一些所谓山寨产品。以著名的“莆田鞋”为例，在中国仿造的鞋，在质量测试中，在翻折，磨损等各项指标中，有一部分仿造鞋质量指标甚至好于正品鞋。充分说明，中国的生产供应商是优质的，但还没有找到合适的出口，于是走偏到了山寨，仿造这种路上。强大的“中国制造”需要同样强大的“中国品牌”，这其中孕育着巨大的机会。
- “白牌市场”产品的线上化，集中化，是几乎不可阻挡的趋势，电商的变革是巨大的，同时又是润物细无声的。大部分人已经慢慢习惯在线上购物，线上购物的渗透率在不断提升，越来越习惯在线上购物，线上购物的频次也在提升。但大部分人没有关注到的，是产业链层面的变化。我们近期草根调研了中国某家纺产业集群市，发现，线上的变革，是直接作用于工厂端的。该市有一个镇子，方圆几公里，都是从事家纺相关制造的，从背壳，被套，被芯，四件套，染色，到标签，到模特牌照，一应俱全。而让我们觉得最有趣的，就是其“淘宝一条街”——整条街都是给电商供货的没有固定品牌的工厂店，主要销往淘宝，也有销往京东和拼多多的，这每一个店都是一个工厂的门面，工厂将其产品摆放在店里做展示，全国各地的经销商老板（大部分是运营天猫淘宝店的店主），来这里看货。有直接进货再卖的，也有直接由工厂发货的，经销商仅负责运营店铺。

图表 9：部分仿造鞋在质量测试中指标表现甚至好于正品鞋



来源：BING，国金证券研究所

图表 10：淘宝一条街，整条街都是给网店供货的，没有固定品牌的工厂店



来源：国金证券研究所

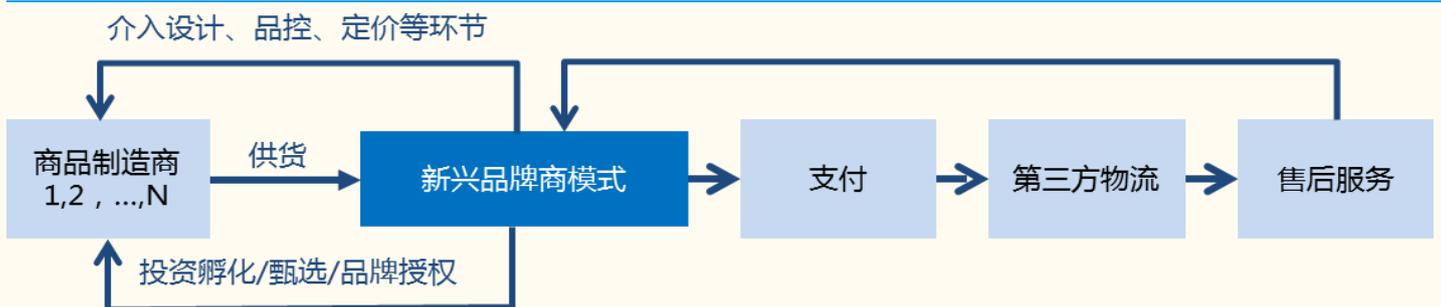
- 现在中国还有大量优质的工厂，却没有合适的品牌和渠道的，形成了特殊的“白牌市场”，这个市场有巨大的整合机会。中国还有大量类似这样的优质产能，却还没有合适的品牌和渠道，期间演化出了“山寨”这种畸形模式，这种模式长期来看，是没有长久生命力的，这些白牌工厂，是很好的“中国制造”代表，而现在，需要“中国品牌”，来整合这个特殊的市场，在整合过程中，有巨大的机会。

2. 小米、严选、南极电商等新兴品牌商涌现

2.1 平台&自营模式之外，电商行业新兴品牌商模式崛起

- 国内电商有两类主流商业模式：平台模式和自营模式。近几年电商行业的第三种商业模式即新兴品牌商模式方兴未艾：新兴品牌商模式指对商品设计、生产、定价有不同程度地介入，在自有平台和/或第三方平台，销售自有品牌商品。盈利主要来源于向 C 端消费者销售自有品牌或向 B 端商家收取品牌授权费。运营的重点是形成鲜明的品牌特征，优化商品成本结构。这种模式的商业本质是品牌商/品牌平台商，类似于线下无印良品、宜家、名创优品的模式。品牌模式的线上代表有小米、网易严选、南极电商，三家公司打法各不相同。

图表 11：新兴品牌商模式产业链环节



来源：国金证券研究所

- 平台模式和自营模式并没有对供应链环节做优化，整合和优化供应链的新兴品牌商模式是下一个机遇所在。在品牌商模式下，公司将从供应链的源头做起，在商品端构建自身的核心价值。从款式设计、原材料挑选，到粉丝运营和品牌宣传，既能形成自己鲜明的识别特征，也有望最大程度的优化成本结构，提高目标用户的忠诚度和复购比例。通过这种方式，建立起来的新品牌，是目前电商渠道垄断化背景下，一种重要的突围方式。

图表 12：电商格局：渠道端已形成垄断，供应链端和品牌端存在破局机遇



来源：国金证券研究所

- 新兴品牌模式诞生于阿里、京东两大巨头垄断电商渠道端流量的行业大背景之下。目前阿里巴巴年 GMV 突破 4.8 万亿，京东年 GMV 突破 1.3 万亿，两者提供种类丰富的商品，合计占线上交易规模的 90% 以上，几乎垄断电商商品种类和渠道端流量。平台模式独大背景下，消费者的商品挑选的成本和商家在线上的获客成本和营销成本都与日俱增，商品价格优势越来越不显著，新入场的企业必须另辟蹊径。这种背景下，催生了以自有品牌为特点的企业崛起，他们试图通过深入供应打造自循环的产销系统，一方面打破大平台的流量壁垒，另一方面更好的锁定和服务目标用户。

图表13：平台模式、自营模式、新兴品牌商模式比较

	平台模式	自营模式	新兴品牌商模式1	新兴品牌商模式2
商业模式	为买卖双方搭建交易平台，聚集和贩卖流量，不参与商品的组织、挑选和定价	挑选和采购品牌方商品，在自有渠道销售，通过买卖价格之间的差距获得毛利	对商品设计、生产、定价有不同程度地介入，在自有平台和/或第三方平台，销售自有品牌商品	对商品设计、生产、定价有不同程度地介入，借助经销商在第三方平台销售自有品牌商品
盈利来源	向B/C端商家收取广告费、交易佣金、店铺租金	向C端消费者销售品牌方商品	向C端消费者销售自有品牌	向B端商家收取品牌授权费
运营重点	流量为王，抢占流量，形成马太效应	提供种类丰富的正品，体验较好的仓储配送服务	形成鲜明的品牌特征，优化商品成本结构	推高产品排名，去中心化高效反馈，提高经销商销售效率
商业本质	场所租赁的流量生意	零售生意	品牌商	品牌商
线上典例	淘宝、天猫、拼多多	京东、苏宁易购	小米、网易严选	南极电商、花花公子
线下映射	购物中心、小商品城	百货、商超	无印良品、宜家	类似名创优品

来源：国金证券研究所

2.2 新兴品牌模式：小米核心为“品”，严选核心为“选”，南极核心为“聚”

- 品牌模式具有三种典型的商业模式，分别以小米生态链（投资+孵化，核心为“品”）、网易严选（ODM“买手制”，核心为“选”）和南极电商（雇佣兵联盟盟主，核心为“聚”）为代表。以下我们将对小米、网易严选和南极电商的商业模式分别做详细探讨。

图表14：商业模式比较

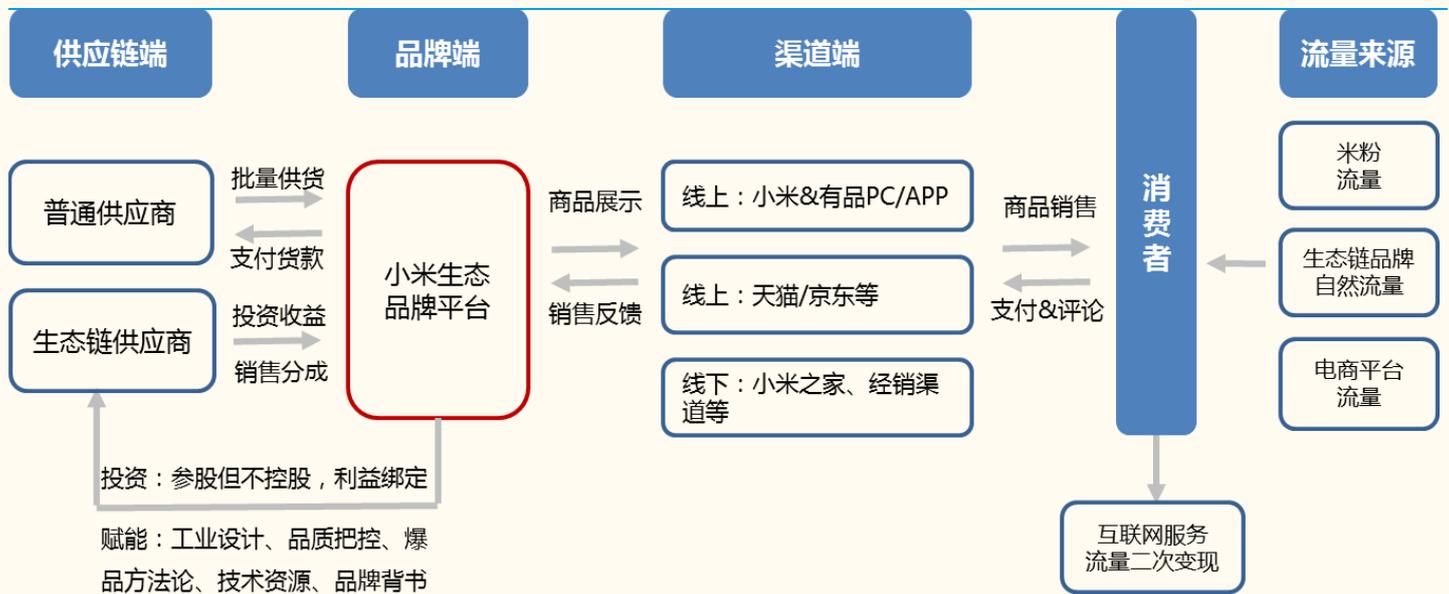
	小米生态链	网易严选	南极电商
商业模式	通过投资+孵化的方式，深度介入上游供应链，向生态链企业输出产品价值观，参与把控产品定义、工业设计、质量检测等环节，保证生态链产品风格统一，品质可控，并借助自有平台流量及第三方平台流量，帮助生态链企业做大自有品牌，在产品销售基础上进一步享受投资收益。	通过挑选和采购一线国际品牌ODM制造商符合自身“生活美学”理念的商品介入上游供应链，剔除品牌溢价和中间环节，统一以网易严选自有品牌在严选自有平台和天猫、京东、拼多多的官方旗舰店销售高性价比的商品，实现自营销售收入。	轻资产品品牌运营商，在目前“电商增长仍迅速，流量越来越贵，小卖家越来越难过”的背景下，起势的“流量聚合品牌商”。产品在第三方平台销售，有着超过第三方平台的超额GMV增速，强调共同体利益共享，讲究顺势而为，风险最小。供应商是南极实质上的客户，主要是整合焦虑的上游零散产能，让零散产能有共同的品牌。
和上游供应链的关系	投资孵化&设计理念输出利益绑定	挑选采购，买卖关系	品牌授权，供应商实际上是客户，是需要服务和赋能的
SKU数量	4000+	7000+	5万+
运营轻重	中等	重	轻
存货风险	中等	较高	无
自有平台运营	中等	重	无
和传统商超的区别	品牌平台，在自有渠道+第三方渠道销售	品牌商，在自有渠道+第三方渠道销售	品牌商，在第三方渠道销售
扩张边界	生态链品类的潜在市场规模	是否能够健康的扩张，缓和存货风险，真正形成以销定产等	在目前流量格局赋予的势能边际效益减弱时，是否能创造统一的品牌形象和品牌溢价

来源：国金证券研究所

3. 小米生态链：“投资+孵化”的商业模式，核心是“品”

- **小米生态链商业模式的本质是产品驱动的品牌平台，核心是品控能力：**小米通过投资+孵化的方式，深度介入上游供应链，向生态链企业输出产品价值观，参与把控产品定义、工业设计、质量检测等环节，保证生态链产品风格统一，品质可控，并借助自有平台流量及第三方平台流量，帮助生态链企业做大自有品牌，在产品销售基础上进一步享受投资收益。
- **在手机业务上成功，增强了小米向生态链输出产品方法论的话语权：**2010年成立以来，小米抓住了智能手机崛起的窗口期，以用户为核心，通过减少SKU、主攻性能爆点、极致性价比的产品策略，口碑营销、病毒式传播的营销策略和线上线下贯通的渠道策略，一路狂奔，2017年手机出货量突破9,000万台，位居国产手机的先锋主力军之列。产品方法论在手机业务上的成功验证，是除了小米对生态链企业股权投资之外，令其遵循其价值观的一大重要原因，因此小米能够对生态链企业具有较大的话语权。

图表15：小米生态链商业模式：核心是“品”



来源：国金证券研究所

3.1 为什么选择“投资+孵化”的商业模式整合生态链供应商？

- **快：**雷军很早就明确提出，智能手机的机会是一个五年左右的窗口期。因此在2014年就开始以小米生态链的方式布局下一个五年的风口：消费级物联网（IOT）。小米敏锐地意识到如果像手机一样自己去做一款款IOT产品，一定会丧失时间上的先发优势。因此果断采用了以投资和赋能为核心的生态链模式，在三年时间内就推出1000多个SKU，其中不少还成为了爆品，顺利奠定了在消费级IOT市场中的领先地位。
- **既轻又重：**生态链内百余家企业的专业团队是小米的百余个帮手，加上小米自身的品牌、流量和供应链资源，能够形成有效的优势互补，又不需要直接投入人力和研发，公司能够保持整体的轻运营模式。同时，投资也是一种很重的模式，通过资本的连接（一般占10-40%股份）可以非常有效地团结生态链公司，并影响其重大运营决策。这样的重投入方式对于竞争者而言，是一种有效的壁垒。
- **“投资+孵化”的商业模式下，**小米用最低的成本结盟到了最优秀的产品团队，在最短的时间内获取了中国消费级IOT产业的先发优势。从财务角度而言，生态链在传统产品销售的基础上成功叠加了股权投资收益，充分放大了一个生态系统的经济效益。

3.2 为什么选择IOT和生活消费品为生态链主要品类？

- **看好 IOT 产业的风口和效率提升空间：**一方面，智能家居行业是小米继智能手机之后看准的下一个赛道，试图以家庭场景为基础，把所有和生活息息相关的硬件和耗材都做出自己版本的产品，形成体系内联动。另一方面，国内消费品制造业确实存在成本效率或渠道效率突破的空间，例如供应链端产能分散，没有规模优势；渠道端代理商和零售商强势，品牌加价倍率高、销售费用高。而这正是小米一直以来在提升效率上的核心突破口。
- **生活消费品增加用户消费频率：**由于手机、3C 和家电等产品整体属于低频消费，小米需要高频次消费的品类来拉动活跃用户数量，保证线上线下渠道的流量和品牌热度，并且寻求交叉销售的机会。用户在米家有品上选购家电产品时被吸引去尝试纸巾、牙膏等生活耗材新品；以后回来复购生活耗材时又会被及时推送正在众筹的 IOT 产品，如此循环构成一个不断发展的生态圈。

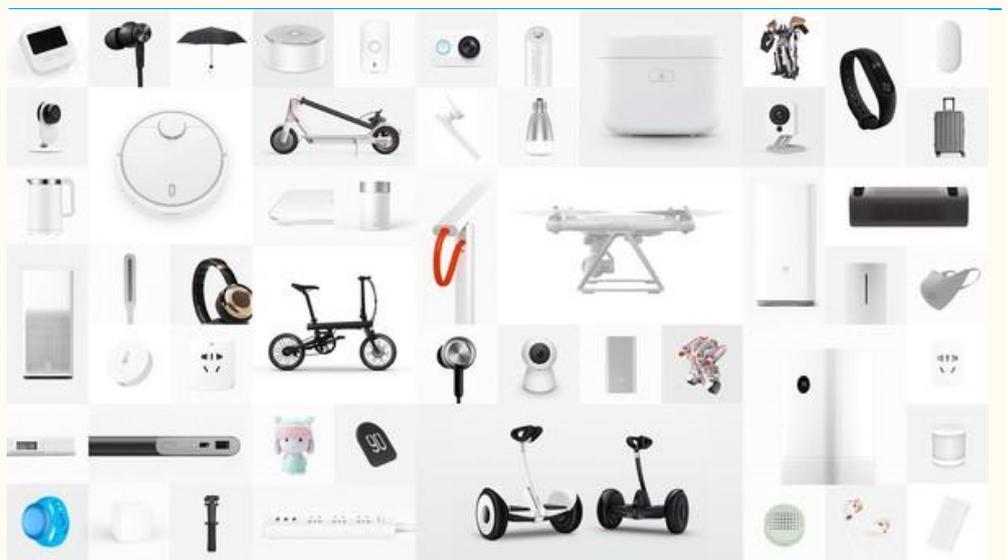
图表 16：小米生态链圈层及投资逻辑

生态链圈层	生态链产品	生态链投资逻辑
手机周边产品	耳机、移动电源、路由器、自拍杆、随身wifi、VR眼镜、插线板、小音箱等	与手机搭配销售
智能设备	空气净化器、电水壶、PM2.5检测仪、扫地机器人、电磁炉、水质TDS检测笔、剃须刀、机器人、平衡车、无人机、电饭煲、净水器等	智能化趋势，与小米体系联动
生活消费品	毛巾、箱包、眼镜、保鲜盒、雨伞、床上用品、沙发、文具、服饰、饰品、牙刷等	增加用户消费频率

来源：《小米生态链战地笔记》，国金证券研究所

- **体系化的设计理念使小米生态链产品具有较高的辨识度，逐渐具备品牌力。**刘德领导下的生态链工业设计团队采用了类似汽车产业的“家族谱系”设计策略，赋予了产品统一的风格与内涵。单个产品的设计以黑白简约风为主，绝不抢眼，但做工精细，用料考究，性能可靠。当小米系列产品摆放在一起的时候，整体的产品辨识度就会非常高，而且能够和谐地融入大多数家庭的装修风格，从而引发消费者购买小米/米家旗下一系列产品的意愿。

图表 17：小米生态链产品图谱

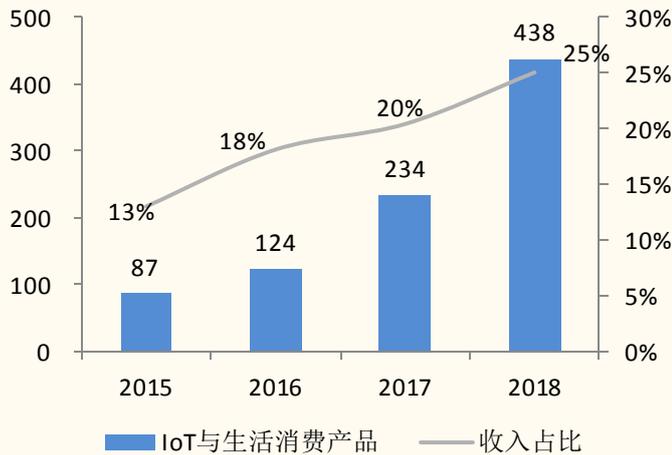


来源：必应，国金证券研究所

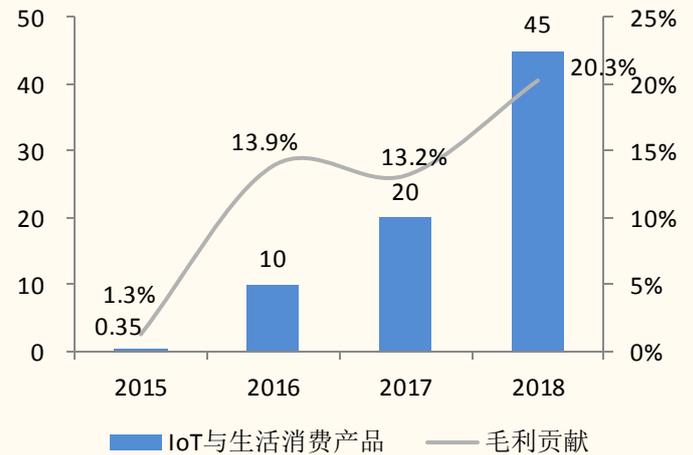
3.3 生态链企业会为小米带来哪些赢利点？

- **IOT 与生活消费品业务板块对小米收入和毛利的贡献逐年提升：**2015 年 IOT 与生活消费品板块营收为 87 亿元，占小米营收比重为 13%；毛利为 0.35 亿元，对小米毛利的贡献仅为 1.3%。而 2018 年，该业务板块实现营收 438 亿元，营收比重上升至 25%；实现毛利 45 亿元，毛利贡献上升至 20.3%。IOT 与生活消费品业务对小米财务表现的拉动和毛利率的优化发挥着越来越重要的作用。

图表 18: IOT 与生活消费品收入 (亿元) 及占比



图表 19: IOT 与生活消费品毛利 (亿元) 及贡献



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

- **生态链股权投资收益将是小米新的赢利点。**2018 年，资产负债表中小米按公允价值计入损益之长期投资为 186.36 亿元，这部分投资多为生态链企业。假设这些被投资企业平均每年每家的估值增加 1 亿元，则小米每年可计入损益表的公允价值收益就有几十亿元。2018 年华米、云米在美国成功 IPO，揭开了生态链企业资本化的道路。我们认为，未来三年生态链将是小米主要的利润助推器之一。

图表 20: 按公允价值计入损益的投资 (亿元)



图表 21: 投资公允价值变动收益 (亿元)



来源：公司公告，国金证券研究所

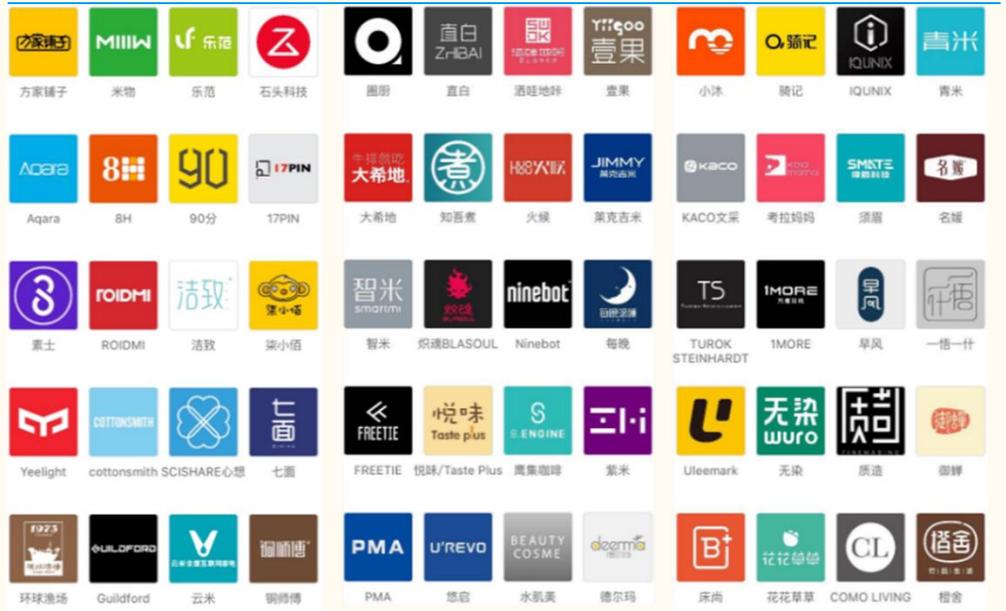
来源：公司公告，国金证券研究所

3.4 生态链公司发展自有品牌会对小米造成冲击吗？

- 不会。小米和米家品牌主要覆盖中低端群体，这就意味着生态链公司再想做中低端产品是不经济的。从战略上讲，自有品牌（目前已超过 80 个）的最优选择只能是尝试覆盖小米未触及的中高端市场或者 3C 品类以外的生活用品。如果成功，小米可以坐收流量费用（不少生态链公司的自有品牌

仍通过小米线上渠道销售)以及可观的股权增值收益;如果不成功,小米生态则多了一家稳定的供应商。

图表22: 小米生态链品牌举例



来源: 小米有品, 国金证券研究所

4. 网易严选: ODM “买手制”的自营电商模式, 核心是“选”

- 网易严选商业模式的本质是 ODM 买手品牌店, 核心是甄选能力: ODM 指制造商设计出产品后, 被品牌方选中, 配上品牌名称或稍作改良进行生产。当品牌方不买断 ODM 厂商产品的设计时, 厂商可将产品的设计同时卖给其他品牌。网易严选通过挑选和采购一线国际品牌 ODM 制造商符合自身“生活美学”理念的商品介入上游供应链, 剔除品牌溢价和中间环节, 统一以网易严选自有品牌在严选自有平台和天猫、京东、拼多多的官方旗舰店销售高性价比的商品, 实现自营销售收入。

图表23: 网易严选商业模式: 核心是“选”



来源: 国金证券研究所

4.1 为什么选择ODM“买手制”的商业模式？

- **中产阶层悦己消费观的形成催生了对精选商品的需求：**我们认为，商品的丰富已从刺激购物的兴奋点变成了过多的挑选负担，新一代消费者的消费观已经逐渐由为品牌付出高额溢价的炫耀型消费心态，转变为愿意选择经过商家精挑细选，设计和主张与自己消费观匹配，能够快速、放心购买的商品。网易以“精选的一线品牌 ODM 制造商商品”为切入点，能够契合消费者对减少挑选成本并拥有品质商品的需求。
- **传统品牌商品定价和流通存在优化空间：**传统品牌商高昂的加价倍率源于两个方面：一是品牌溢价，二是弥补商品在厂商-品牌商-经销商-代理商-零售商中流通环节的成本。以服装为例，零售终端的定倍率一般在 3-8 倍，部分大牌服装的定倍率可达 10 倍以上。严选依托公司大平台海量用户资源，在流通环节省去流量购买成本，采购知名大牌供应商的商品，保证同样的品质、相似的设计，只加 25-30% 的毛利空间，可将价格做到大牌的 1/4-1/3，因此能够以最优性价比为卖点。
- **在自身设计能力有限的情况下，“买手制”能快速扩展品类：**从网易过往的业务和经验来看，它本身并不具备消费品设计和制造的基因，在发现了消费者对于高颜值、高性价比精选商品的需求和传统品牌商品定价和流通存在优化空间后，利用先发优势去抢占消费者心智是当务之急。因此我们认为，比起一个一个去从头设计，直接采购大牌供应商的模式能够使网易严选实现品类的快速扩张。

4.2 如何挑选和管理ODM供应商？

- **倾向选择一线知名品牌的供应商和坚持古法制造手艺人：**目前从官网展示界面来看，网易严选与几十家知名品牌制造商合作，商品类别涵盖鞋靴、箱包、服装、家居、收纳等范围。选厂由商务团队和质检团队负责，会对厂方的技术专利、新品开发能力、生产流程把控能力、质量管理的各项能力做全方面的考察。
- **较少介入设计和研发，主要把控商品质检环节：**相同的厂商制造并不代表相同的商品品质，目前网易在品控的介入较少涉及商品设计及研发，而是更多体现在质检环节。在商品进入流水线生产前，严选要求制造商先行打样，并自费将样品送往全球权威的第三方检测机构——Intertek、Bureau Veritas、SGS 其中一家质检；亦有产中检测、产后检测、入库检测、巡检、抽检等环节。虽然严选目前也拥有自己的设计师团队，但是主要的设计工作，还是由合作的制造商完成，严选的重点在于甄选。

图表24：网易严选合作的部分国内ODM品牌制造商

品牌制造商	展示商品数量	展示商品类别	品牌制造商	展示商品数量	展示商品类别
CK制造商	69	鞋袜、皮带、牛仔裤	Alexander McQueen 制造商	20	皮包
新秀丽制造商	19	箱包	资生堂制造商	3	粉扑、手工皂
Nine West制造商	28	女鞋	WPC制造商	5	雨伞、雨鞋
Armani制造商	6	家居服	Gucci制造商	3	帽子
MK制造商	6	鞋子	NITORI制造商	7	收纳盒、相框、宠物窝
Birkenstock集团制造商	4	拖鞋	优衣库制造商	3	袜子
Kenneth Cole制造商	11	鞋靴	Fendi制造商	7	眼镜
CK Jeans制造商	8	牛仔裤	IRIS制造商	3	收纳箱
Ralph Lauren制造商	4	袜子	厚木ATSUGI制造商	3	袜子
MUJI制造商	11	拖鞋、童装	日本Francfanc制造商	5	沙发、电视柜、茶几
Chloe制造商	5	围巾	Stoneline制造商	4	锅具
Timberland制造商	7	鞋靴	Palladium制造商	4	休闲鞋

冈村制造商	3	转椅	PetitBateau小帆船制造商	8	童装
Coach制造商	14	皮包、皮带、皮鞋、围巾	Under Armour制造商	8	袜子、运动服
HUGO BOSS制造商	16	眼镜、家居服、内裤	BCBG制造商	4	家居服
Crocs制造商	3	拖鞋	京瓷制造商	6	锅具
Police制造商	6	眼镜	日本犬印制造商	3	孕妇装
内野制造商	4	毛巾	美国Aden+Anais制造商	5	睡袋、毛巾、毯子

来源：网易严选，国金证券研究所

- **通过供应商智能云协作平台对供应商进行日常管理：**严选大制造家系统是其管理其SKU的供应商的云协作平台，目前可以实现生产过程管理（原料备货、计划共享；生产进度共享；严选库存共享）、报价管理（规范报价流程、原料价格参考、优化供应商）、供应商考核、商务&采购工作考核等功能，提高了对供应商日常管理的效率。
- **“买手制”模式下，严选其实就是制造商的一个客户，两者之间是买卖关系。**这种关系并不是股权投资所形成的强绑定关系，双方对彼此的话语权都相对有限。因此，对于严选来说，如何锁定和优质供应商的稳定合作是其供应链管理中的关键问题。

4.3 商品品类布局的逻辑是什么？

- **始终围绕中产阶层的精品“杂货铺”：**官网界面显示，目前严选品类涵盖居家、鞋包配饰、服装、电器、洗护、饮食、餐厨、婴童、文体9个一级类目，34个二级类目，129个三级类目，此外，还有一个包含海外制造商、特色品牌馆和推荐品牌馆的特色区。虽然品类几乎涉及了消费品的方方面面，但始终围绕着一个核心群体，即对商品品质和性价比均有较高要求的中产阶层。因此我们认为，严选品类布局的主要逻辑为以中产阶层为核心，提供所需的各类高性价比生活消费品。
- **从细分品类来看，严选的爆款策划主要基于五个维度：**第1个维度是市场潜力（有非常大的市场存量或潜在增量），第2个维度是用户需求（求同存异，找到用户的共性与个性）；第3个维度是流行趋势（结合市场热点与世界流行趋势）；第4个维度是价格优势（能够做到与同质量品牌商品的较大差价）；第5个维度是品质感（能够高于用户的期望值）。

图表25：网易严选商品类目

一级类目	二级类目	一级类目	二级类目	
居家	床品	饮食	休闲零食	
	家具家装		冲饮茗茶	
	收纳		粮调速食	
	医疗宠物		冲饮茗茶	
鞋包配饰	箱包		粮调速食	
	鞋靴		酒水饮料	
	配饰及配件		滋补保健	
服装	当季流行		餐厨	生鲜甜点
	女装			进口食品
	男装		餐厨	厨房用品
	内衣家居服	餐厅用品		
	运动	婴童	婴童生活	
	Yessing轻运动		童鞋童包	

电器	家用电器	文体	服饰搭配
	3C数码		孕产妈咪
洗护	纸品清洁		文体音像
	护理彩妆		礼品点卡
	生理用品		周边商品

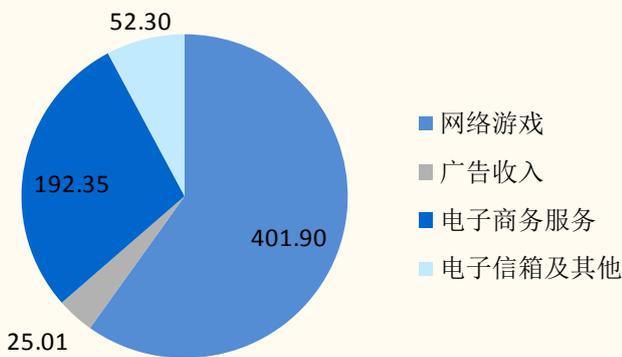
来源：网易严选，国金证券研究所

- **量与质发展的协调，是严选模式成败的关键：**圈定消费者后，严选的发展很大程度依赖于围绕精准消费者的品类扩张。成立两余年，商品 SKU 数快速增长，对公司的多品类管理能力提出了越来越高的要求。凡客诚品的衰落或许能够为严选提供前车之鉴：凡客红极一时后，为了达到 11 年 100 亿的销售目标，在广告上过度“烧钱”营销，产品线快速扩张几十倍，让自己根本没有能力维持基本的质量品控，反而忽视了产品本身。因此，在品类数量快速扩张的同时保证稳定的产品质量，是严选发展成败的关键。

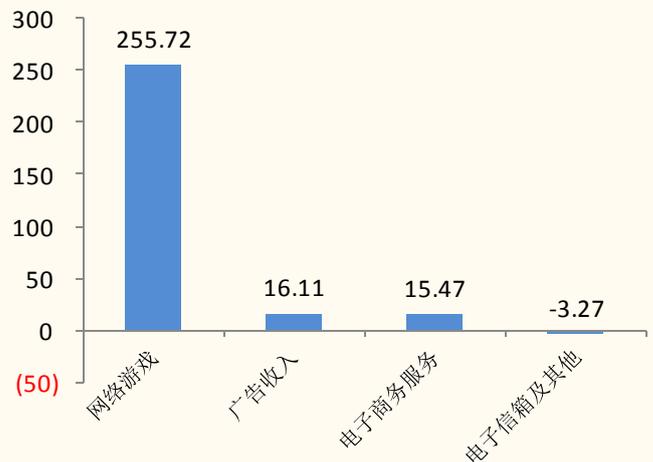
4.4 严选为网易带来了怎样的赢利点？

- **网易严选的诞生**源于网易邮箱事业部发现日本某知名品牌毛巾在中国制造商的出厂价只有十几块，找到该工厂定制了毛巾并以接近出厂的价格通过内部邮件卖给员工，当日就换来了 30 万的销售额。从这条毛巾开始，网易团队开始了调研和测试，2016 年从邮箱事业部中孵化出了网易严选。2017 年网易年报首次披露了电商业务（考拉+严选）运营情况，但并未对严选采用单独口径披露。
- **2018 年网易整个电商板块实现营收 192.35 亿元，占网易总收入的比重为 28.64%，已经成为仅次于游戏业务的第二大营收贡献部门。**电商板块毛利润为 15.47 亿元，毛利率为 8.04%，主要原因为网易严选和考拉均采用自营电商模式。电商业务对公司的毛利贡献仅为 5.45%，并不是公司毛利的主要贡献部门。

图表26：网易2018年各业务板块收入（亿元）



图表27：网易2018年各业务板块毛利（亿元）



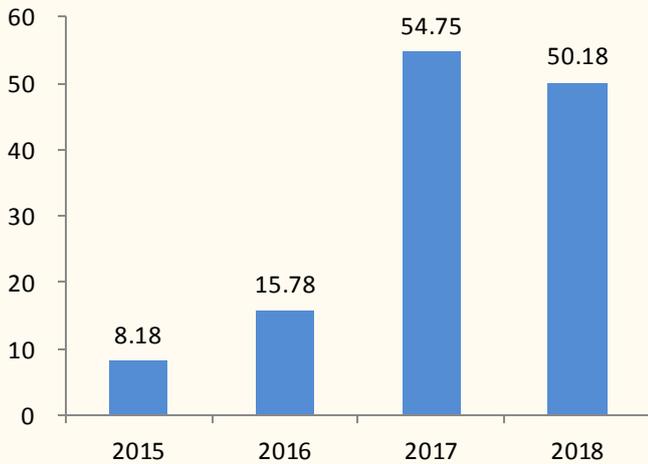
来源：Wind，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

4.5 严选模式可能面临哪些挑战？

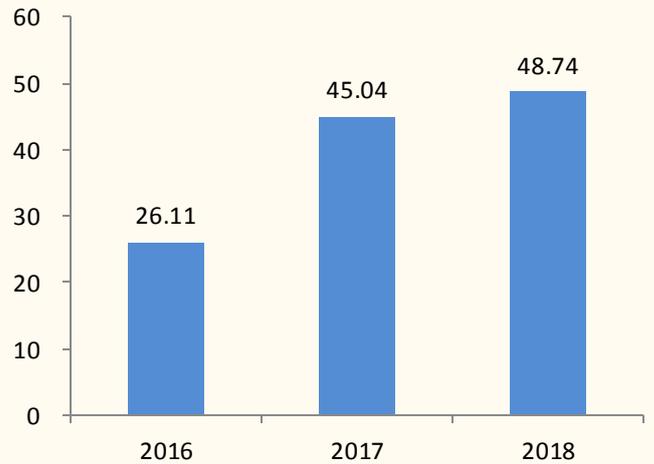
- **能否做到以销定产，存货是潜在风险：**自己采购、销售的自营模式，需要占用公司的大量资金，同时也意味着商品的库存压力都在严选身上。随着销售规模越来越大，严选所面临的挑战也将越来越大。2015 年，网易的存货规模仅为 8.18 亿元，2018 年存货规模上升至 50.18 亿元；2016 年网易的存货周转天数为 26.11 天，2018 年上升至 48.74 天。目前网易严选是否真正能做到以销定产，持续性还不确定，存货一直是潜在风险。

图表28：2015-2018网易存货规模（亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

图表29：2016-2018网易存货周转天数



来源：Wind，国金证券研究所

- **电商巨头加入竞争，需要尽快构筑商业模式护城河：**在严选得到消费者认可后，电商巨头也跟随上线类似模式的品牌，例如阿里推出了淘宝心选，京东推出了京东京造。随着进入者的增加，采购成本势必增加，同时面临商品同质化问题严重、开始采取价格战等，这无疑将导致精选电商领域竞争变得激烈，也对严选在先发优势基础上构筑护城河提出了更高的要求。

图表30：精选电商比较

	网易严选	淘宝心选	京东京造
Slogan	“好的生活，没那么贵。”	“用心选，放心选”	“京心选物，用心生活”
经营模式	直接与工厂/制造商连接	直接与工厂/制造商连接	直接与工厂/制造商连接
商品来源	一线品牌制造商	阿里巴巴自营	各行业优质制造商
品牌归属	均属于“网易严选”	均属于“淘宝心选”	均属于“京东京造”
产品特点	高性价比、高质量、剔除中间溢价	低价商品、简单生活	质优价廉
产品种类	10个大品类差送过1万SKU	居家、餐厨、洗护、全球心选等六大分类上百件商品	家居、餐厨、日用、箱包、穿搭等50+商品
选品模式	一线大牌的直接代工厂出品，省去增值部分。花比大牌少一点的钱，享受大牌的同等质量	—	甄选各个行业优质制造商，联合国际顶级质量检验机构，严格把控质量。
界面风格	文艺、清新	日式/北欧风	设计、品质、温情
物流	顺丰/京东	菜鸟物流	京东自有物流

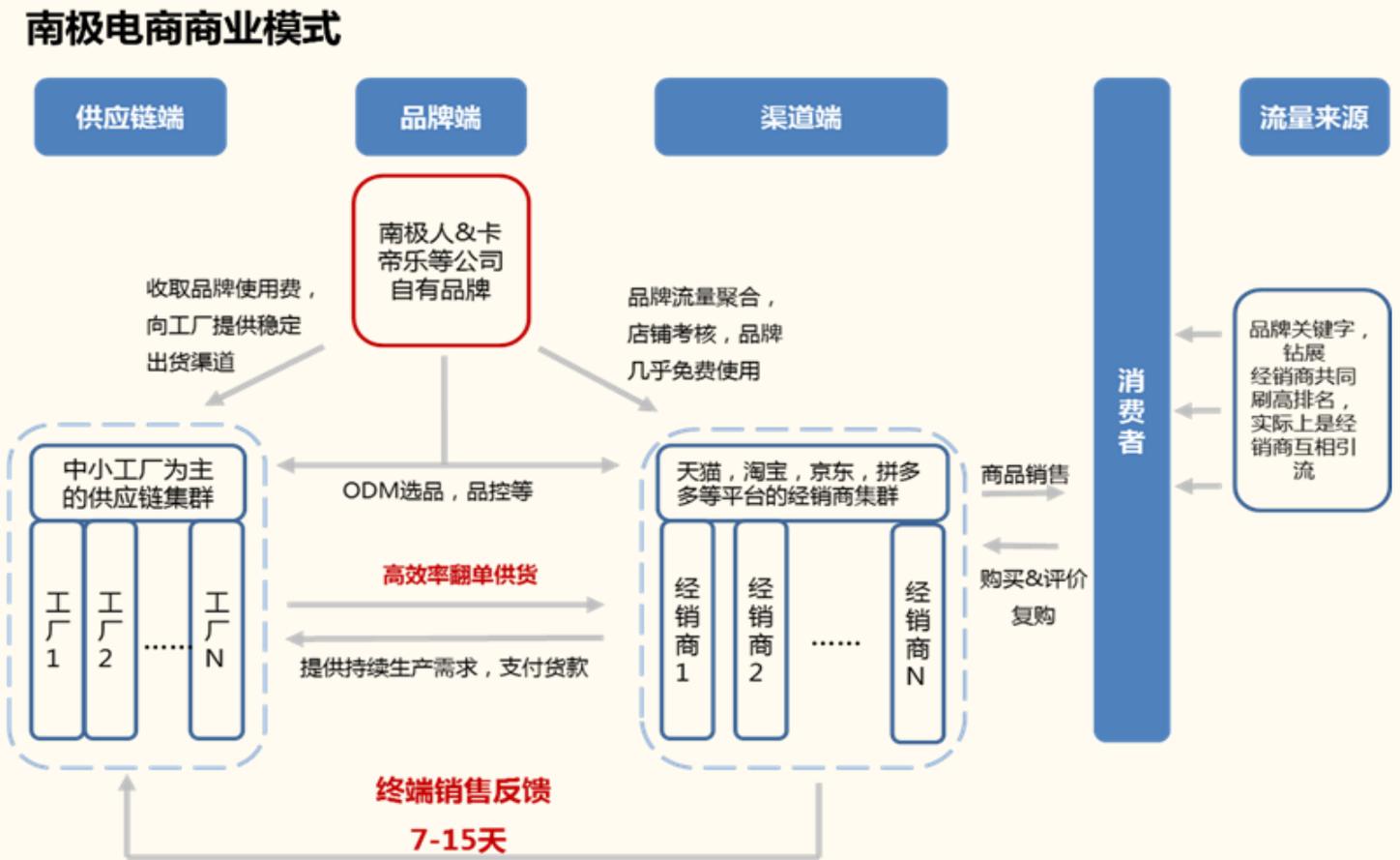
来源：环球网，国金证券研究所

- **知识产权风险：**从产品角度来看，若品牌商获得了制造商的独家排他授权，如果严选在市场上销售同样产品行为可能面临侵权风险。从营销宣传角度来看，使用“XX品牌制造商”等宣传语，其实是打擦边球蹭品牌流量，实际上，同一制造商并不代表相同的商品品质。

5. 南极电商：雇佣兵联盟盟主的商业模式，核心是“聚”

- 南极的模式诞生于快速发展的电商行业。如我们第一章所说，不同于小米，网易严选等“品牌商1”的模式，南极是“品牌商2”的模式。核心在于聚集经销商和供应商，共同经营一个品牌，在第三方平台（阿里，京东，拼多多等）销售。南极电商的特点在于去中心化，高效，能够充分享受电商的高增速红利。
- 南极电商是一种基于品牌的共同体联盟。在流量成本越来越高的背景下，南极把经销商聚集在一起，非常有效的提升了整个联盟的搜索排名和知名度，并通过整合，品控，反馈，选品等让经销效率更高。对于供应商工厂来说，南极为他们提供了充足稳定的订单。

图表31：南极电商商业模式，核心是“聚”



来源：国金证券研究所

5.1 南极电商是在怎样的环境中成长起来的？

- 借电商迅速发展之风，品牌授权业务迅速崛起。南极电商此前经营南极人品牌内衣和相关产品，在2008年左右意识到电商的巨大潜力，果断砍掉了生产厂和自有经销商，全力做电商品牌授权业务，赶上电商发展的大潮，迎来了迅速的发展。
- 南极电商的模式，解决了三个问题：①经销商的流量焦虑，②供应商的订单焦虑，③销售的翻单与反馈效率。
- ①对于经销商来说，流量成本上升，中小卖家寻找合作品牌商诉求强。对于经销商来说，近年来流量成本显著上升，让中小卖家的生意越来越难做，而自己做一个品牌，投入巨大，且难以见到规模效应。根据我们在一些电商群中的草根调研，中小卖家对于经销商友好的品牌商的诉求变得越强。本身高认知度的品牌+已有的销售规模和店面规模+紧跟行业变化

的品牌运营+各个经销商共享的品牌势能，使得南极电商对各类电商平台卖家（经销商）有着很大的吸引力和聚集力。

图表 32：电商卖家希望找到强有力的品牌进行合作



来源：国金证券研究所

- ②对于工厂（供应商），尤其是中小工厂，稳定的订单是其生命线。对于工厂来说，工厂的关键词是“焦虑”，因为工厂的厂房，人员是有闲置成本的，如果出现断单，或者上下两单产能不匹配，对于本来利润已经较薄工厂来说，无疑是雪上加霜。而广泛存在的中小工厂，对于稳定持续订单的渴望程度是更高的，他们希望与品牌商能够长期合作，以获取稳定的订单。而因为南极共同体内经销商端大量且快速增长的销售，使得体系内的工厂，有着持续且稳定的订单，南极电商授权工厂生产其品牌的商品，向工厂收取品牌授权费，并使其获得其持续且稳定的订单，和工厂端也形成了稳定长久互利的合作关系。
- ③去中心化快速反馈的体系，减小了体系内的存货风险，并使其产品更快速的翻单反映以符合市场需求。传统的中心化品牌运营模式内，品牌商是中心，需要经历 OEM&ODM 生产，拿货，订货会，经销等环节，还需要在品牌商和经销商处囤货以备经销，在这样的体系下，终端的销售情况反馈回品牌商和制造端，至少需要 2-3 个月的时间，反馈效率较低，存货的风险也相对大。而南极共同体的体系内，供应商和经销商是直接联系的，那么，终端的销售情况，7-15 天就可以反馈回工厂&供应商，以决策进行翻单或者改变样式，或者减产，快速的反馈，使得其产品可以更符合市场的需求，也使得体系内的存货风险减小。
- 电商维持快速增长，头部效应聚集，焦虑的供应商与经销商催生了南极电商的迅速发展做大。南极电商的发展，完全顺应电商发展大潮，而在电商格局的今天，南极联合广泛的供应商和经销商，形成极具效率和生命力的“南极人共同体”，并保持快速的生长。

5.2 南极电商是怎样一种特殊的模式？

- 顺应当前电商红利期的去中心化联盟盟主。南极电商不是电商公司，而是一个“在电商平台销售为主的”品牌公司，南极电商既不销售产品，也不是生产产品，而是建立联盟，采取去中心化模式引领生产和销售。经销商可以几乎免费的使用南极电商的品牌（南极人，卡帝乐等），提高销售业绩，而供应商可以在南极电商体系下，和广泛的南极经销商建立紧密且反馈迅速的联系，获得持续且稳定的订单，而供应商工厂方向南极电商缴纳服务

费（牌费）。在这样的体系下，**南极电商是一个去中心化的基于品牌的联盟盟主的角色，把握着最核心的资产：品牌，而采取最轻的模式进行运营。**

- **关键词一、合力：解决经销商的流量焦虑。**上文提到，目前电商经销商越来越难做，主要是流量成本攀升。以阿里为例，用户找到商品一般有两种路径，第一种是搜索相关商品，第二种是点击淘宝推送的商品展示进入。故卖家在阿里上营销的手段主要有两种，第一种是买搜索关键词的排名（直通车），第二种是买推送展位（钻展）。而一个经销商单体能买到关键词和展位都是有限的，但如果一个经销商集群一起买同一个关键词，如“南极人”，就很容易把“南极人”关键词的排名买到前列，就更容易让关键词排到前列，吸引消费者购入，钻展同理。南极共同体内的经销商们的营销，是能够产生合力的，共同体利益是一致的，而快速扩张的 GMV 销售额，让合力的力量更为强大。

图表33：淘宝关键词购买（直通车）效果



来源：淘宝APP,国金证券研究所

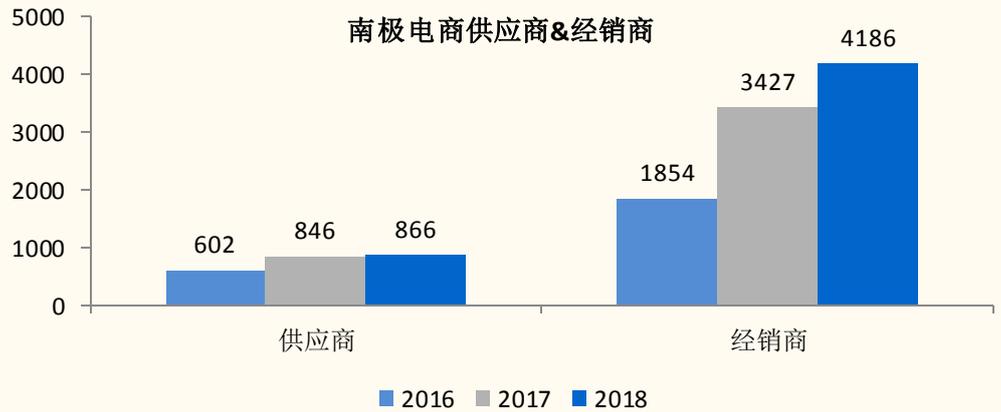
图表34：淘宝展位（智钻）购买效果



来源：淘宝APP,国金证券研究所

- **关键词二、稳定：解决供应商的订单焦虑。**供应商（工厂）是南极电商实质上的客户，南极电商的供应商客户有相当一部分是中小工厂，中小工厂对于订单尤其焦虑，南极电商通过下游的 GMV，给上游工厂提供了持续稳定的订单，解决了工厂的订单焦虑，并向工厂收取一定的品牌使用费，这是南极电商的收入来源。在这个过程中，南极电商实际上是整合了焦虑的上游零散产能，让零散产能有属于他们共同的品牌，能够获得稳定持续的订单，这个绑定是较为紧密的。
- **关键词三、效率：去中心化强反馈体系提高销售效率。**南极体系内，南极电商是一个品牌商和规划方，但相比进货-囤货-经销的传统品牌模式而言，南极体系内的经销商和供应商联系是更直接的，一周就可以反馈销售，备新货，根据销售数据选款，反馈非常之快，销售效率&备货精确度都很高。
- **体系内竞争机制，去中心化自然甄选最高效、竞争力最强的盟友。**南极体系内也具有内部竞争机制，经销商除了考核好评率，星级，销量等数据，对运营效率是去中心化自然甄选的，截至 2018 年底，南极体系内的供应商（工厂）866 家，经销商 4186 家。南极体系内的经销商也显出了头部效应，即经过赛马效应之后，经销商的 GMV 也在向头部聚拢。根据爬虫数据测算，2019 年 4 月，南极电商在阿里平台上按月销件数分类，月销大于 10000 件的终端店铺占总共店铺数仅 0.85%，就贡献了 71.17% 的 GMV，而月销大于 1000 件的店铺占 1.77%，GMV 占总比例的 79.37%。南极体系内的竞争，自然遴选出效率最高的经销商。

图表 35：南极共同体体系内的供应商与经销商数量



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 36：南极电商经销商具有头部效应

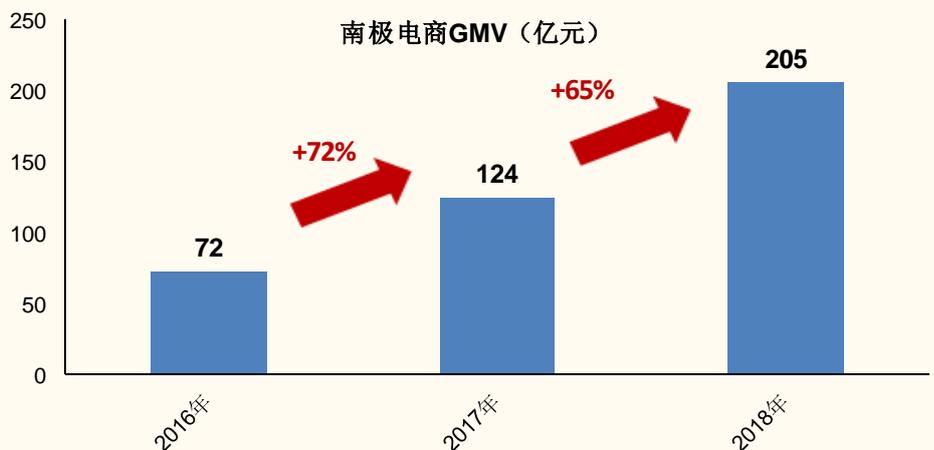
	南极电商淘宝天猫终端店铺销售数据					
	月销<1000件	>1000件	>5000件	>10000件	>50000件	>100000件
店铺数占比	98.23%	1.77%	1.09%	0.85%	0.24%	0.11%
店铺销售额占比	20.63%	79.37%	75.56%	71.17%	43.45%	28.79%

来源：爬虫测算，国金证券研究所

5.3 成长至今，南极共同体取得了怎样的战绩？

- 南极电商各品牌各平台 2018 年总 GMV 达到 205 亿元，同比增长 65%。在公司终端零售体量不断增长的同时，公司授权品牌（主要是南极人及卡帝乐），保持着终端 GMV 的高增速，2018 年，公司 GMV 达 205 亿元，同比增长 65%。在公司体量增长的同时，能够保持增速，体现出公司品牌力在电商模式下的头部虹吸效应。200 亿元的 GMV，在全中国所有服饰品牌里，也是名列前茅。规模本身就是重要的壁垒，电商的环境中，品牌搜索加权是有倾向性的，头部的品牌会自然获得更多资源。

图表 37：南极电商总 GMV（亿元）

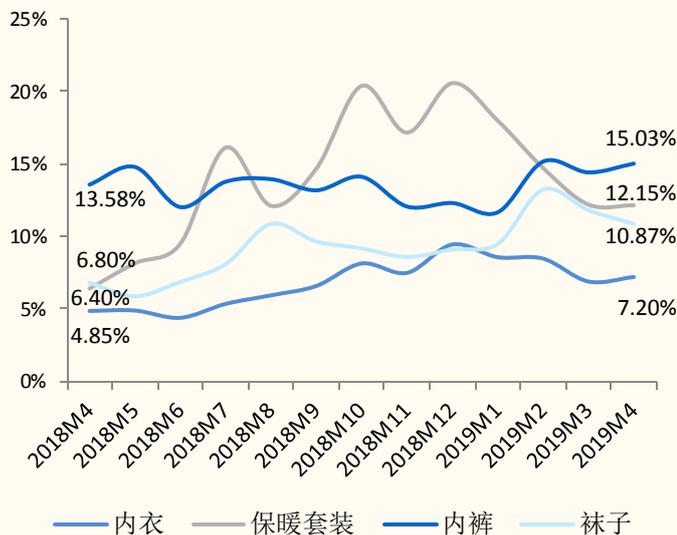


来源：公司公告，国金证券研究所

- 强势品类市占率持续提升，提升搜索排名和认知度形成良性循环。南极电商的不少品类已经做到行业前列甚至已经稳居第一了，但电商的头部效应，使得其市占率还在持续提升。根据国金证券研究创新数据对于阿里平台（天猫+淘宝）的监测，以一级品类内衣（大内衣，包括二级品类内裤，袜

子, 保暖内衣等) 为例, 近年来, 南极电商内衣品类的市占率有着显著的提升, 2018M4-2019M4, 南极人大内衣品类市占率由 4.85% 同比增长至 7.20%, 再以二级品类电热毯为例, 南极人电热毯市占率也呈持续上升趋势, 2018M4-2019M4, 南极人电热毯品类市占率由 9.36% 增长至 23.76%。在南极电商相对优势的行业中, 市占率也仍有持续提升的空间。

图表 38: 南极人内衣相关品类阿里市占率变化情况



来源: 国金证券研究创新中心, 国金证券研究所

图表 39: 南极人电热毯阿里市占率变化情况



来源: 国金证券研究创新中心, 国金证券研究所

■ **新品类的扩张。**系统性的打法, 高认知度的品牌, 充满活力的团队。南极电商在新品类扩张上时有惊喜。2018 年, 旅行箱品类的突破, 就是南极电商新品类扩张的一个典型案例, 南极电商以卡帝乐品牌实现了旅行箱品类迅速的增长, 此前旅行箱对于整个南极电商来说, 并不算强势品类。近年来, 南极电商在箱包, 小家电, 童装, 男装等一级品类的二级品类下, 时有突破, 新品类的扩张也是南极电商发展的一个重要路径。

图表 40: 卡帝乐鳄鱼行李箱阿里市占率变化情况



来源: 国金证券研究创新中心, 国金证券研究所

图表 41: 卡帝乐行李箱



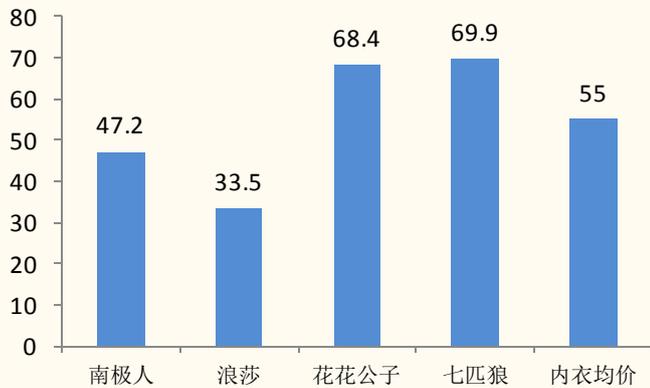
来源: 国金证券研究所拍摄

5.4 产品定位: 平民的选择, 性价比的选择, 高频快消的选择

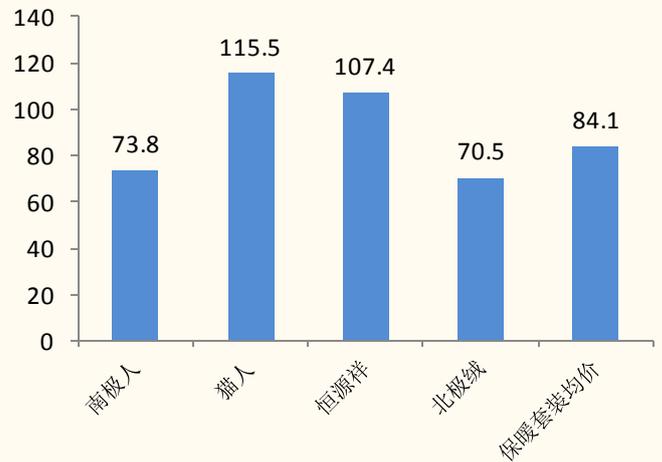
■ **性价比的选择, “白牌市场” 鲶鱼。**南极电商的品牌思路是“开心, 省钱”, 主打的就是“性价比”的选择, 南极电商是通过直接的供应商-经销商模式, 加价环节少, 终端售价平民化, 性价比高。可以看出, 以内衣品类为例,

南极人品牌的内衣价格是接近整个市场的平均价格的，保暖内衣的价格甚至低于整个市场的平均售价（主要原因是保暖内衣市场的品牌集中度更高）。可以说，南极电商的商品，价格不比市场上没有品牌的白牌商品价格高的，性价比极高，同时又因为南极人有品控体系，品质会一定程度上高于白牌商品，同时具有更强的品牌知名度，这样对所有主打性价比的白牌商品而言，是降维打击，价格不贵，质量更好，知名度更高。

图表42：内衣品牌平均价格（元）



图表43：内衣-保暖内衣品牌平均价格



来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

- **快消的选择，更换频率提升带来的消费升级。** 南极电商的品类选择思路是“品牌垄断程度不高的快消品”，而快消品中的“快”是个重点，内衣，内裤，床上用品等，南极都通过平价的打法，更高的曝光度，更快速的购物选择流程，提升了快消品的更换频率，实现了快消品层面的消费升级。

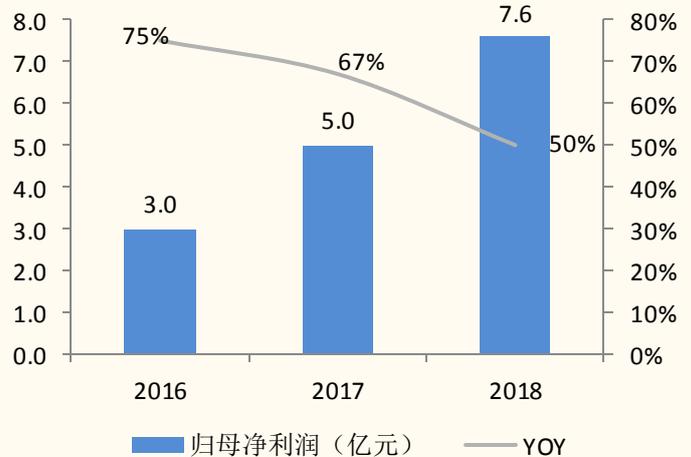
5.5 轻资产扩张的南极电商在财务上有什么特点？

- **主营业务增长强劲。** 南极电商的品牌授权业务，在整体去中心化的高效的体系中运转，在 GMV 迅速增长的同时，南极电商的主业收入也自然而然的快速增长。剔除时间互联后，公司主营业务增长强劲，2018 公司主营业务收入（剔除时间互联）同比增长 39%，南极电商原业务归母净利润（同样剔除时间互联）7.6 亿，同比增长 50%。南极电商在共同体迅速发展壮大的同时，也收获了靓丽的财务业绩，营收利润均快速成长。

图表44：南极电商营收（剔除时间互联）



图表45：南极电商净利润（剔除时间互联）



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

- **主业毛利率高、销售管理费用率低。** 南极电商高效的运作，同时具有强大的盈利能力，2016 年公司净利率 58%，ROE 达 21.76%；2017 年，公司

净利率 68% (剔除时间互联), ROE 为 23.46%(彼时时间互联已经并表, 主业 ROE 会更高); 2018 年, 公司净利率 73% (剔除时间互联), ROE 为 26.23%(考虑时间互联并表)。作为现代服务企业, 公司所做的事情是发挥品牌价值, 故边际成本等相对较少, 盈利能力较强。

图表 46: 南极电商毛利率、净利率及三费率情况

	2015	2016	2017	2018
毛利率	72.5%	87.2%	70.1% (未剔除时间互联)	34.5% (未剔除时间互联)
归母净利率	44.1%	57.8%	68% (剔除时间互联)	73% (剔除时间互联)
销售费用率	8.1%	4.2%	3.1%	3.3%
管理费用率	8.9%	8.7%	6.1%	2.8%
财务费用率	-0.2%	-2.0%	-0.9%	0.2%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

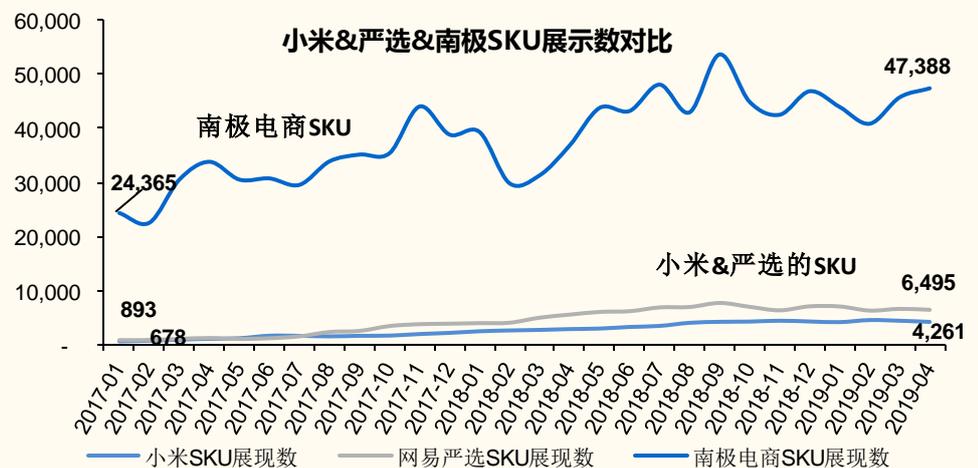
6. 小米、网易严选、南极电商模式特性与运营特征的比较

- 小米和网易严选的模式和定位是相对接近的，但是和南极电商的模式是相差较大的。接下来我们会用数据进行一些维度的分析，以描述网易严选，小米，南极电商模式上和销售数据上的一些特点。

6.1 模式定位层面之SKU对比——中心化精挑细选 VS 去中心化天罗地网

- **精挑细选 vs 天罗地网。**小米的核心是“品”，网易严选的核心是“选”，可以说，小米和严选的模式，都是“精挑细选”的中心化模式，而南极的模式在于“聚”，指的是品牌流量聚合，可以说南极的模式是一种“天罗地网”的去中心化模式。南极电商的SKU数比网易严选和小米多一个数量级（2017年初的时候多两个数量级）。截至2019年4月，南极电商的SKU展示数为4.7万个，网易严选的SKU展示数为6495个，而小米的SKU展示数为4261个。SKU的数量差别在于，南极的模式是更为去中心化的，虽然本质也是ODM，但是其体系内的沟通反馈会更为频繁，中央决策环节更少，SKU的数量更多，也更分散。而南极的流量要求大于严选和小米，相对评价的要求低于小米和严选，形成了南极SKU多于严选和小米的一种格局。

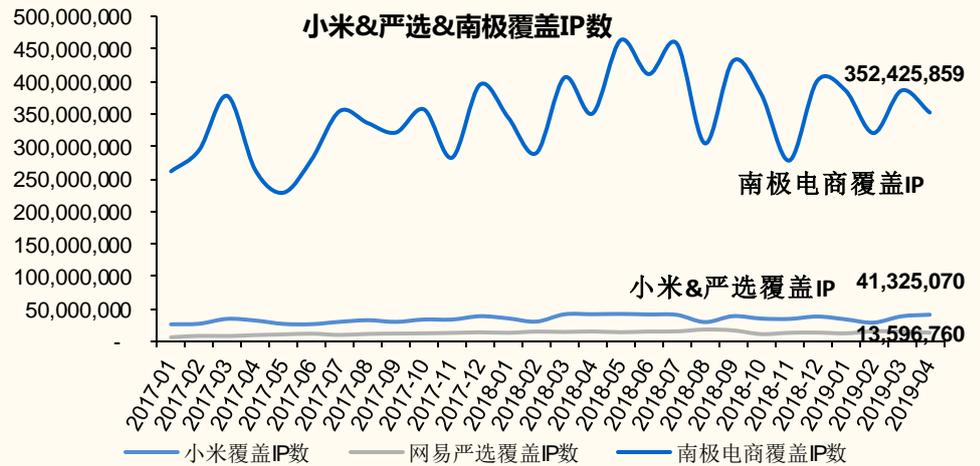
图表 47：南极 SKU 显著多于小米和网易严选



来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

- 南极的模式下的“天罗地网”，使得南极的IP覆盖数也显著多于小米和网易严选。截至2019年4月，南极覆盖的IP为3.52亿，也高出小米（0.41亿）和网易严选（0.14亿）一个数量级。IP覆盖数即进入该品牌浏览的独立IP数量，我们以此指标来描述该品牌的流量吸取能力。

图表 48：南极覆盖的 IP 数显著多于小米和严选

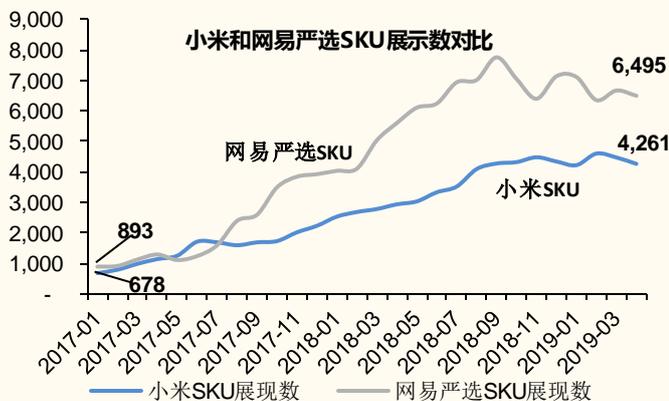


来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

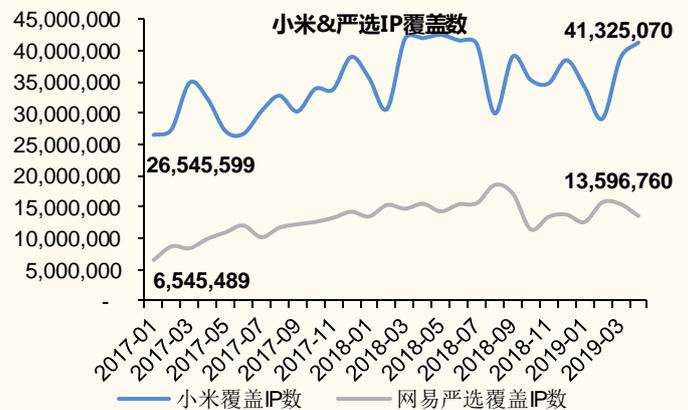
6.2 “粉丝向”品牌小米和网易严选，致力于扩张SKU基数

- 小米和网易严选在致力于扩张 SKU，扩张 SKU 有助于覆盖 IP 提升。小米和网易严选近两年也在致力于提升 SKU 的数量，而从结果上来看，SKU 的提升，确实可以一定程度上获取新的流量。2017.1-2019.4，两年多时间，小米的 SKU 数从 678 提升到了 4261，增长了 5 倍之多，其 IP 覆盖也从 0.27 亿增长到了 0.41 亿，而同期网易严选的 SKU 数增长了 6 倍之多，IP 覆盖数也由 655 万增长至 1360 万，有显著的拉动作用。可以认为，严选归严选，但是战略上并不是选的越严越好，而是在严的基础上往多选。

图表 49：小米&严选的 SKU 数显著增长扩张



图表 50：小米和严选的 IP 覆盖数也相应增长

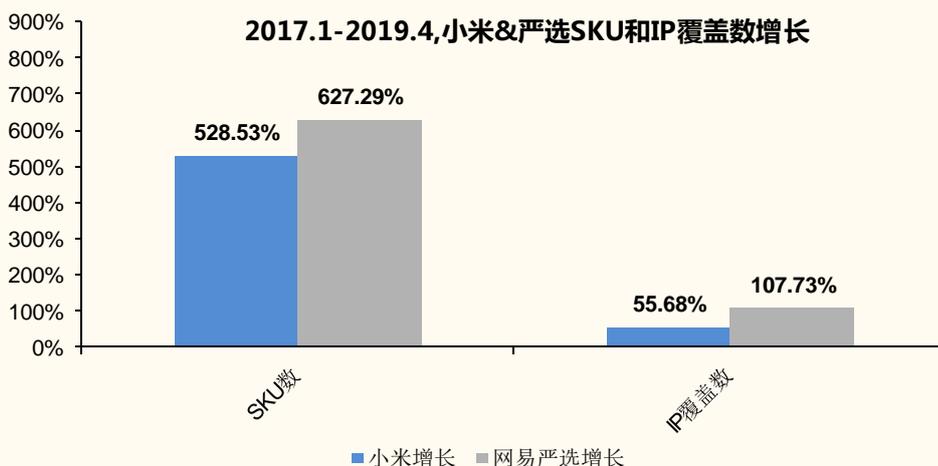


来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

- 网易严选 SKU 增长的流量拉动边际效应强于小米，是一把双刃剑。2017.1-2019.4 期间，小米和网易严选的 SKU 分别增长了 5 倍和 6 倍之多，可以认为是同一个数量级的增长，但是 IP 覆盖数，小米增长了 56%，网易严选增长了 108%，严选是显著高于小米的。可以说，在 SKU 增长拉动流量边际效应这件事情，严选是强于小米的。我们认为，这是源于小米的消费者很多隶属于原生的“米粉”群体，基数本身已经不小，所以靠 SKU 增长拉动的 IP 数，不是那么明显。而网易严选的粉丝基数小，其 SKU 增长，拉动的很多是新粉，所以网易严选 SKU 增长拉动覆盖 IP 的边际效果更为明显。但是我们认为这可能是一把双刃剑，因为网易严选的粉丝根本本身不如小米那么稳固，而为了拉动更多流量扩张的 SKU 可能会影响其产品质量，这对“以满足中产悦己消费”为标签严选来说，也存在一定风险。

图表 51：严选的 SKU 增长拉动 IP 覆盖数更为显著



来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

6.3 消费者群体—“悦己型”和“省心型”购买行为差别巨大

- “简化购物流程”是小米&严选&南极的共性。我们认为，作为新兴的依托电商的品牌商，小米&网易严选&南极电商，都是致力于“简化购物流程”，但是他们的模式是有所不同的，小米和严选是自己打造产品或者选品，提供了满足“具有一定挑剔性的中产消费者”的水准的产品，我们称这部分消费者为“悦己型”消费者。而南极电商，是在既有市场基础和规则上，以流量虹吸效应，提供极具性价比的产品，去吸引“对产品没有太多想法，看什么卖的好，有知名度也还比较好用的就买了的消费者”，我们称这部分消费者为“省心型”消费者。
- “悦己型”消费者与“省心型”消费者。①悦己型消费者的特点是——具有一定的挑剔性，对产品本身有较强要求，在这个基础上追求性价比，购买思路通常是“这个产品看起来不错-买了几次反馈不错-会专门找这个牌子产品再买”，②省心型消费者的特点是——对产品的要求较为基础，关注性价比和产品的的基础质量，在基础质量过关的前提下，买便宜的，好用的产品，但是其最大的特点是“不爱选”，以最便利的方式买到他们想要的商品，就是他们所追求的。省心型消费者购买思路通常是“打开淘宝-搜某品类（如袜子）-列一下销量&评价-找一个有印象的牌子-买销量最高的&智能排序最高的商品”。悦己型品牌和省心型品牌均走出过让投资人收益百倍的巨型公司，ZARA 就是经典的“悦己型”品牌，优衣库就是经典的“省心型”品牌。小米和严选的消费者主要是悦己型的，南极电商的消费者主要是省心型的。

图表 52：悦己型消费者和省心型消费者的区别

	悦己型	省心型
对产品要求	质量好，有一定设计感，挑剔	满足基础质量，有知名度，容易买到
性价比要求	中	强
消费者特点	中产，追求性价比，但挑剔	中产和中产以下人群，不爱选择
常见购买流程	这个产品看起来不错-买了几次反馈不错-会专门找这个牌子产品再买	打开淘宝-搜某品类（如袜子）-列一下销量&评价-找一个有印象的牌子-买销量最高的&智能排序最高的商品
经典品牌	ZARA	优衣库
新兴品牌	小米，网易严选	南极人

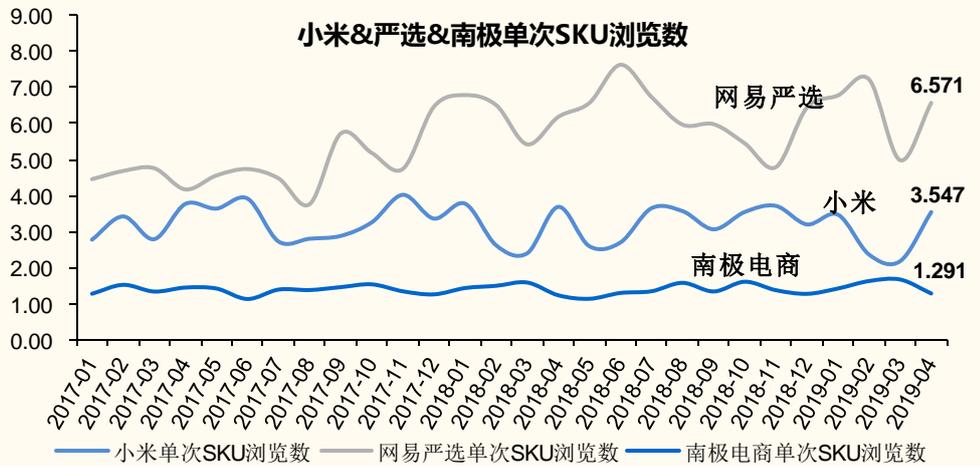
来源：国金证券研究所

- 悦己型消费者的选和省心型消费者的简。我们用两组数据来描述这两种不同的消费心态。第一组数据叫做单次 SKU 浏览数，即用户单次浏览时候平均浏览的 SKU 数量，第二组数据叫做单用户 SKU 消费数，即单个用户平

均消费的 SKU 数量。得到了非常有趣的结论——在单次 SKU 浏览数上，网易严选>小米>南极电商非常显著，2019 年 4 月，网易严选单次 SKU 浏览数 6.57 次，而小米是 3.55 次，南极是 1.29 次，我们大致勾勒一下这个场景，就是平均下来，网易严选的一位用户，每次上严选，要这边看看，那边看看，看 6 到 7 个商品，而小米的消费者，每次上小米的 APP 或者小米的店，大概要看 3 到 4 个商品，而南极的消费者，平均每次浏览数只有 1.29 个。从挑选深度上来说，严选消费者>小米消费者>南极消费者，严选和小米（尤其是严选）的消费者喜欢在消费之前多看很多商品，而南极的消费者就是另一个画风了，就是想买什么，看到什么直接就买了，挑选的过程非常简单。

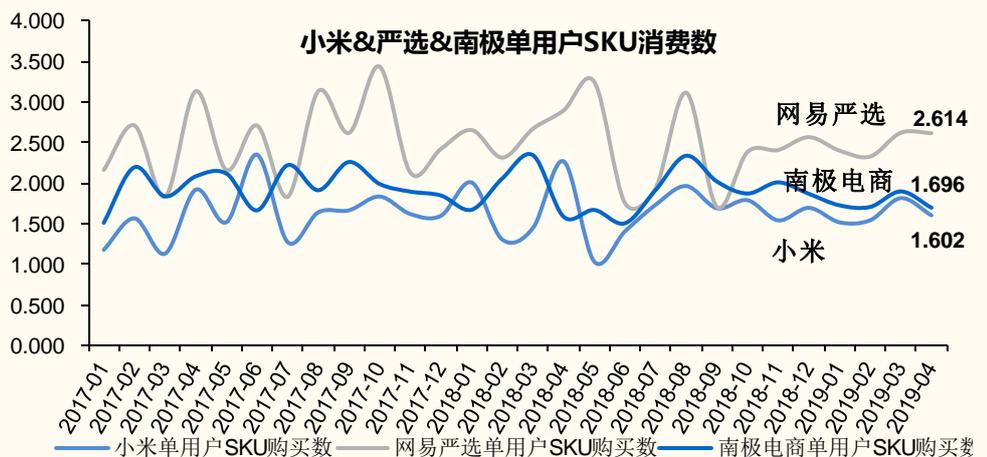
- 前面描述的浏览时的场景，而实际消费时，却发现，小米&严选&南极三者的单用户 SKU 消费数是接近的，都在 2 上下，也就是说虽然网易严选和小米的消费者虽然浏览商品数更多，但最终落实到最终 SKU 消费数上，彼此之间差异并不大。南极的消费者，每次浏览的商品不多，但基本上是看了就会购买，且可能还会额外购买一些商品。这是说明南极转化率更强吗？对，但也不完全对，这本质上还是他们消费者的结构有巨大的差别。

图表 53：单用户单次 SKU 浏览数，严选>小米>南极



来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

图表 54：单用户最终 SKU 消费数，三家公司是接近的



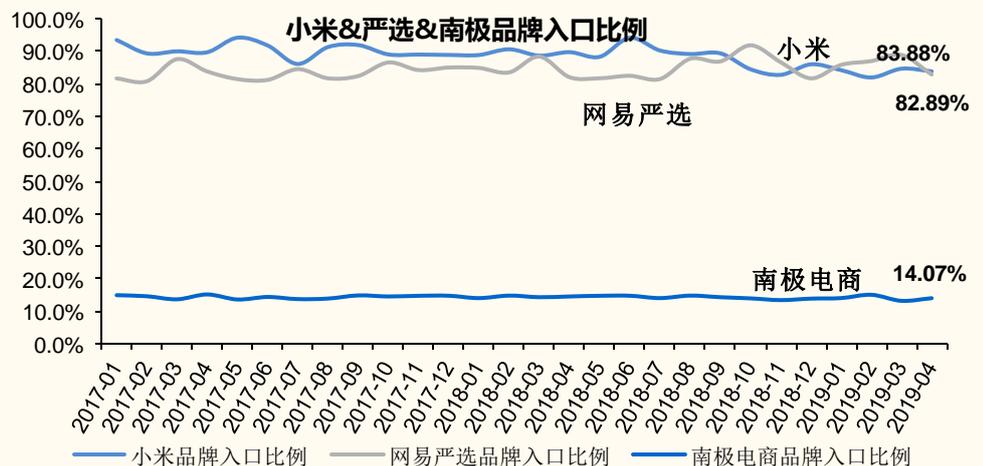
来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

- 南极与小米和网易严选消费者结构的巨大差异——是否为品牌入口？我们采取了一个数据指标“是否为品牌入口”，即线上的用户在浏览某产品的时候，是通过品牌搜索进入的，还是通过其他搜索进入的。如购买小米的平

板电视，是通过“小米”搜索到小米平板电视的商品，还是通过搜索“平板电视”这个品类，找到小米平板电视商品的。而我们可以看到，小米和严选都是典型意义上的品牌入口，品牌入口的比例分别为 84%和 83%，而南极，品牌入口比例仅为 14%，是一个品类入口。

- ①大部分人是搜“小米”和“网易严选”找到商品的，只有少部分是搜整个品类，如“平板电视”，“拖鞋”等品类，而从品类搜索中选择了小米和网易严选的商品。消费者对小米和严选的品牌本身有认知，会因为喜欢这个品牌购买这个商品，是典型的“悦己型品牌”，但是在整个品类中，不能带来超额流量。
- ②而南极电商正好相反，大部分消费者不是搜“南极人”或者“卡帝乐”买到南极电商的商品的，而是搜“内衣”，“眼罩”等品类找到南极人的商品的，这一方面说明，消费者不是专门去找南极的，对南极的品牌，是有认知和共识，但不是专门搜南极这个品牌，而是要买某商品的时候，恰好发现了一个自己知道的牌子，而在购买使用过程中，觉得这个商品也能符合自己的要求，下次再找这个商品的时候形成复购。另一方面，说明，在同一个品类内，南极的流量虹吸作用非常强，一定原因也是因为南极所擅长的品类，大部分是属于众多“白牌市场”的品类，在这样的品类里面，极流量虹吸和品牌基础认知的优势就会被放大。

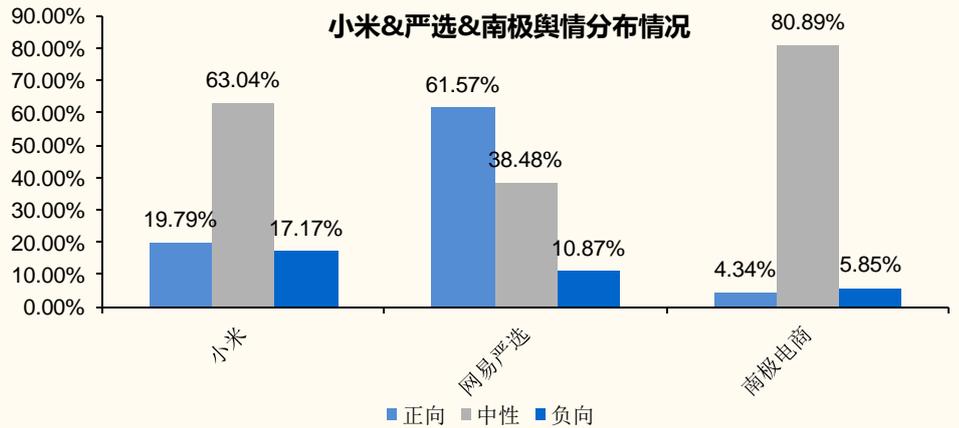
图表 55：小米和网易严选是品牌入口，而南极并非品牌入口



来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

- 有粉就有黑，小米和严选具有品牌特征，而南极是基于中性用户共识的知名度。我们做一个监测（监测时间段：2017.1-2019.4），对于品牌的评价，以自然语义识别，判别为“正向评价”，“中性评价”和“负向评价”默认评价一般都是中性评价。监测得到了非常有趣的结果，也印证了我们的观点：
 - ①小米的差评比例是三者中最高的，达到 17%，而上面我们也提到，小米是粉丝群体基础最好，米粉也是特征最明显的，有粉就有黑，小米是一个品牌特征非常强的品牌，很多人就是喜欢这个品牌产品的一些特点。
 - ②网易严选的正向评价率总是最高的，在 62%左右，说明网易严选目前的“选品+买手”模式还是受到了一定的认可，但是随着 SKU 的增长，未来情况还有不确定性。
 - ③南极的数据是最有意思的，几乎没有什么主动评价，81%都是没有感情色彩的中性评价（一般都是默认好评），这也印证了我们之前的观点，即南极的消费者大部分都是“省心型”消费者，消费并不是要找具体某品牌的商品，而南极强大的流量，广泛认知度还不错的质量让很多“省心型”消费者选择了南极的产品。

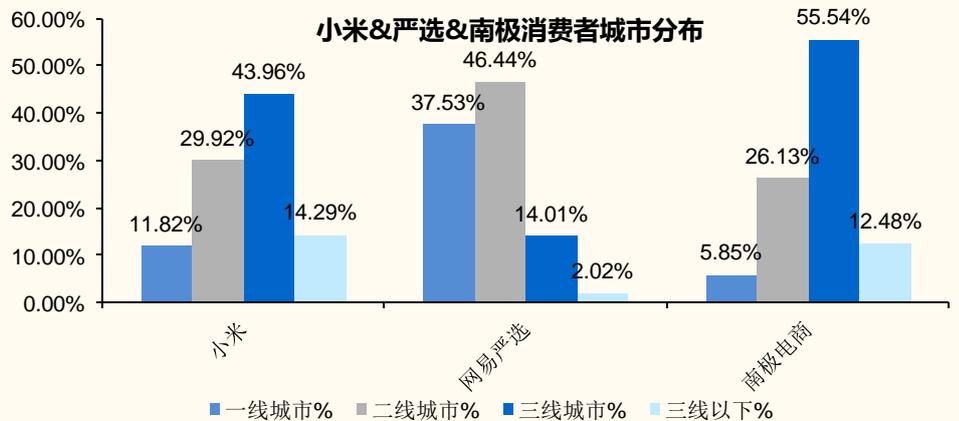
图表 56: 南极的客评论基本上都是中性, 小米和严选是粉黑兼备



来源: 国金证券研究创新中心, 国金证券研究所

- **小米&严选&南极的消费者城市层级分布——小米严选高线城市, 南极低线城市。**上文说到, 小米&严选和南极面对的消费者是两种不同的消费者, 这一点我们从消费者的城市分布中也能看到一些迹象。“悦己型”通常是大城市中产, 这些消费者大多在一二线城市, 而“省心型”消费大部分分布在三四线城市。严选是最吸引悦己型消费者的, 约 80% 网易严选的消费者都位于一二线城市, 而南极 2/3 的消费者来自于三四线城市, 一线城市购买南极电商产品的比例很少。而小米在各个线城市的表现较为平均, 既有二线城市的粉丝, 也有不少在三四线城市的拥簇者。

图表 57: 小米&严选&南极的消费者城市分布不同



来源: 国金证券研究创新中心, 国金证券研究所

6.4 供应链整合模式——不同工厂的角色区别

- **小米&网易严选&南极电商都有不同程度对于供应链的整合, 但是三者体系内, 供应链工厂的角色是完全不同的。**
- **小米模式下——**工厂不仅是合作方, 还是生态链组成部分, 小米会入股其生态链公司, 对工厂的设计, 研发, 品控有很强的的话语权, 整合程度较深。对于工厂规模要求也较高, 动销反馈速度较快。
- **网易严选模式下——**工厂是合作方, 网易严选的 ODM 模式实质上是一种广泛应用的传统模式模式, 重点在于“选”和买手制团队。对工厂规模要求高, 但是议价权不强, 动销反馈速度较快。
- **南极电商模式下——**工厂其实是其客户, 南极通过其联盟虹吸流量, 在终端创造大量动销, 给工厂提供稳定持续的订单, 整合上游零散产能。和南极合作的工厂大部分是具有订单焦虑的中型和中小型工厂, 南极参与品控

和设计，但总体程度不深，也是 ODM 模式。对工厂规模要求中，南极在体系内话语权强，动销反馈速度较快。

图表 58：小米&网易严选&南极电商供应链工厂端整合

	供应链工厂整合		
	小米	网易严选	南极电商
和工厂合作关系	深度合作，甚至入股	传统ODM模式，主要特点在“选”	ODM模式，但对南极来说，工厂是客户，整合零散产能
合作重点	严控产品，赋予设计	精挑细选，强在选品	依靠终端强大动销，为工厂提供稳定持续订单，快速反馈备货
合作工厂类型	中大型工厂，小米或入股	中大型工厂	中小型工厂
对工厂话语权	强	中等	较强
参与设计&品控程度	深入参与设计品控	较少涉入设计，强调精挑细选	ODM选品，但较少参与设计，有一定品控，但程度不深
反馈速度	较快	较快	较快

来源：国金证券研究所

7. 小米、网易严选、南极电商扩张边界的探讨

7.1 小米：格局最大，生态链生命力强，扩张边界取决于核心赋能实力

- 美团创始人王兴曾经说过：“太多人只关心边界，而不关注核心。”这句话对于投资研究其实非常重要。合理的扩张是基于核心能力的延伸，因此分析业务发展边界的本质是洞察企业自身核心能力的成长边界。
- 在生态链业务上，小米的核心能力是基于产业链重构带来的孵化能力的输出。带着深深互联网思维烙印的小米在手机业务的发展过程中，积累了背靠低成本流量的渠道能力、突出的工业设计水平、一定的技术研发储备和庞大的供应链资源。因此，在 IOT 产品上，小米的打法是，不和大体量、成规模的企业合作，而是选择输出孵化能力，大量培育初创团队（当然需要创业者具备丰富的实业资历）。由于能够给产品团队带来从设计到制造到销售的一体化支持，小米生态链企业的成功概率相对是比较高的，因此越来越多的硬件创业企业愿意成为小米生态链的一员。而“孵化能力+股权投资”结合的模式，也使得小米对于生态链企业有相当大的控制力。
- 在这种核心能力的支撑下，小米生态链业务拓展的方向是什么呢？是在任何在制造端和销售端缺乏效率的消费产品，这也是小米模式的核心。可以说，任何在制造端市场份额分散且冗余产能较多，分销渠道层级复杂、终端加价率高的子行业都是适合小米切入的。我们先来看一下小米生态链比较擅长的两大品类。
 - 第一类是科技消费品。小米生态链的很多爆款属于科技消费类产品，比如手环、平衡车、智能音箱、空气净化器、扫地机器人等。这些产品通过融合科技创新打造了新的细分市场，和传统消费品企业相比有明显的先发优势。同时在生产上可以应用到小米的手机供应链以及生态链所属企业的共享资源，因此性价比相对突出。科技消费产品未来长期将是小米生态链的主阵地之一。这一类产品的典型代表是华米的智能手环和石头科技的扫地机器人。智能手环市场长期被 Fitbit 和 Jawbone 等国外企业占据，产品均价在 300-500 元左右。华米的第一代小米手环以简单实用的功能和 79 元的价格切入并迅速放量。不断升级后的第三代产品也仅定价 169 元，全球份额第一的地位十分稳固。扫地机器人售价 1599 元，要高于科沃斯的中低端产品，但其路径规划算法和高精度传感器的水准很高，整体性能直逼 5000 元左右的进口产品，因此大卖也是顺理成章。
 - 第二类渠道加价率高的生活消费品。在小家电和部分生活耗材品类中，由于传统代理商和经销商体系的存在，造成了 3 倍以上的终端加价。这给了小米生态链产品很大的拓展空间。云米的小米净水器是一个典

型案例。小米净水器定价在 1499-1799 元，比同样净水容量和使用 RO 反渗透技术的 AO 史密斯要便宜一半以上。即使和美的、沁园等国产品牌相比也能便宜 20-30%左右。在调研中我们发现，给云米供应 RO 膜的三家供应商在自己家中使用的也是小米净水器，足见其竞争力。高性价比的背后是小米对于销售渠道的重塑。消除了经销商体系再加上自身充足的流量资源，是小米净水器在两年时间内不依赖大规模营销而进入全国前十名的最核心原因。

- **不过，小米生态链的产品能力还远未成长到能够彻底颠覆现有消费品行业的阶段。**我们认为，在不少传统企业已经筑起高高竞争壁垒的品类中，小米要想顺利杀入也很困难。这些品类也可分为两大类：
 - **第一类是现有厂商已经垄断了核心零部件和供应链的。**典型的例子是大家电中的空调和小家电中的微波炉。这些品类中的优秀企业如格力、美的和格兰仕等都在激烈的市场竞争中走出了类似的道路：先构筑巨大的产能规模优势，通过价格战出清对手，然后牢牢控制供应链，特别是压缩机和磁控管之类的核心零部件，最终实现稳定的市场格局和利润率。
 - **第二类是现有厂商产品矩阵齐全、渠道覆盖完善、市场份额遥遥领先的。**典型例子是插线板。2015 年 3 月动力未来旗下子公司青米推出获得多个设计大奖、带 USB 接口、售价仅 49 元的小米插线板后打破了行业的舒适区，引起巨大震动。但市场份额超 60%的行业老大公牛电器迅速跟进，在设计理念和工艺上对标小米，再凭借更宽的产品线（超过 300 种 vs 小米 5 种）和更深的线下渠道（全国 80 万销售点）顶住了小米的攻势。动力未来从 2015 年到 2017 年上半年的收入同比增速都不超过 25%，直到 2017 年下半年产品线全面拓宽之后才进入快速增长的轨道。
- **在对小米生态链企业调研的过程中，我们发现小米在产品品类上的态度非常开放，并没有设限。**简单来说，我们日常生活中的一切消费性产品，小米都愿意用自己的理念和模式重做一遍。对于生态链企业，小米除了提供孵化支持外，也是采取广撒网和赛马的方法，鼓励一定程度的内部竞争（比如一个品类可以有 2-3 家生态链企业去尝试）。
- 然而从前文的分析中，我们可以得出判断，基于小米自有资源的特点和孵化的能力，生态链最有可能做好的品类是科技消费品和加价率高的生活消费品。通俗地说，“**百货商店六楼卖的商品**”都是小米可能做好的品类。其他的品类要么是在试水的（比如大家电），要么用来提高消费频率，拉动流量的（如食品、生活杂货等）。
- **小米生态链本质是一个模式创新，其商业逻辑是通顺的，但是生态链的成功依赖于小米核心能力的不断成长。**在过去三年里，孵化赋能无疑是生态链那些初创企业最需要的资源，但当整个生态链体系不断成长，年收入超过 10 亿元的企业不断出现的时候，小米已经开始面临新的挑战。一方面是孵化输出能力将逐渐见顶（小米流量增速开始放缓，粉丝的口碑营销策略也已发挥到了极致），另一方面是生态链企业成长后会产生更复杂、更多元化的需求。小米到了进一步拓展自己能力边界的时间点。
- **我们认为小米在生态链下一阶段要拓展的核心能力是真正的供应链控制力。**当品牌和渠道都走上正轨之后，供应链实力的比拼是新消费时代最为重要的一环。与网易严选等品牌平台相比，目前小米在供应链的道路上是领先的，但是对供应链各个环节的涉足还没有转化为对供应链资源的掌控。我们预期公司会通过“产业+资本”的模式去打造属于小米自己的供应链体系。
- **小米生态链观点总结：**
 - **中长期发展格局最大：**小米的战略和模式是极具野心的，希望通过互联网的思维对大量传统行业进行重构。如果成功或者有大量跟随者进入，不少消费品子行业的发展趋势和投资逻辑都会改写。目前来看，小米已经做出了品牌力和统一调性，并且 SKU 向各个领域积极扩张，中长期看好小米对于上游供应链的整合。但也有一些领域是小米并不

容易获得成功，此外核心手机业务现在面临激烈的竞争和一定程度的天花板。

- **优势：**供应链深入最深，模式较为巧妙，具有对设计研发和品牌较强的话语权，质量有望持续保持较高水准。由于形成了统一的品牌调性形象，产品体系具有品牌力和市场号召力。
- **劣势：**孵化能力的输出在达到一定规模后也会遇到瓶颈，因此需要密切关注小米体系的整体流量趋势。此外，目前小米在供应链的道路上是领先的，但是对供应链各个环节的涉足还没有转化为对供应链资源的掌控。

7.2 网易严选：模式其实较为传统，靠“选”打出的粉丝群体，扩张边界来自于维持品牌形象和品牌管理

- **网易严选的模式是围绕中产阶级“悦己型”消费者的新兴品牌，且是“平台+品牌”的模式，有点类似线上版的无印良品。**我们认为，网易严选的模式在线上是可预见会出一些成功的公司，但是哪家公司最终成功，还需要持续观察。我们认为网易严选在未来的发展中，需要关注如下的一些问题。
 - **①从原创设计入手，真正深入供应链。**网易严选是 ODM 的模式，这种模式实际上是一种非常常见的模式，尤其在大众休闲服装品牌中非常常见，如海澜之家，森马服饰等很大一部分就是采取 ODM 的模式来做的。网易严选的核心竞争力还是“选”，也就是买手团队，而不是供应链和设计团队。网易严选对于供应链本身的参与，还是很传统的，直接选择和采购制造商商品然后贴牌销售，只是缩短了流通环节，并没有深入供应链去定义产品，形成品牌理念。真正深入供应链，就要介入产品的设计、款型的研发、生产流程、生产工艺。严选虽然已经开始尝试一小部分商品的设计，目前还没有太深入研发，设计等环节，在深入供应链上要走的路还很漫长。
 - **②以销定产，库存管理。**网易严选的 ODM 模式是一种传统的模式，而存货是网易严选不得不考虑的一个问题，随着品类的扩张，规模的扩张，库存管理的难度将会随之增加，对商品的及时反馈并指导生产的机制是所有“严选”类公司都要努力实现的，能否做到以销定产，对公司是非常重要的。因为如果有存货风险出现，对网易严选的伤害是非常直接的。
 - **③SKU 数量迅速增长背景下的有所为，有所不为。**如上文所述，近两年，网易严选大举扩张了 SKU 的数量，比起两年前，SKU 数量扩张了 10 倍之多，而网易严选大部分的消费者是“悦己型”消费者，对于产品的挑剔程度是较高的。如果在短期业绩压力下试图追求短、平、快，企图短时间内添加众多商品，模式很容易走形。因此，在扩张品类过程中，需要有所为有所不为，对于不符合品牌定位的产品和供应链尚未打磨好的产品不盲目引进。
 - **未来扩张需要综合考虑供应链介入，品牌形象和库存管理。**网易严选的 SKU 扩张是可见的，未来其增长靠 SKU 增长也是目前可见的战略之一，但而其主要消费群体较为挑剔，在扩张同时，需要综合考虑供应链介入，品牌形象和存货管理，尤其是存货管理。
- **网易严选观点总结：**
 - **靠“选”俘获悦己型消费者，模式理论上可行，需要持续验证：**严选的模式类似于线上的无印良品，既是品牌又是平台，具有统一的调性，认知度和溢价，同时具有平台流量引入的作用。网易严选靠“选”ODM，复活了一大批以一二线城市居民为主的悦己型消费者。这个模式在线上也是可预见会出一些成功的公司，但是目前网易严选是否能做到以销定产，存货一直是个潜在风险，持续性还不确定，所以我们认为，这个模式会出一些优秀的公司，但是否是网易严选还有待观察。
 - **优势：**平台+品牌的模式，如果能做成功，是很吸引人的，既有流量加成又有品牌溢价。

- **劣势：**很多东西还是“理论上”，存货风险过重，SKU 扩张下品牌认知度能否保持，还有相当大的不确定性。

7.3 南极电商：白牌市场收割者，流量磁铁，品类扩张有一定随机性，扩张边界来自于白牌市场收割完毕后品牌力的打造

- **面对消费者群体是不同的，南极本质上收割的是白牌市场。**小米和网易严选，尤其是严选的主要用户群都是对商品有一定挑剔的“悦己型”用户，对于小米和严选来说，其模式是中心化的，大部分消费者是从“品牌入口”进入的。而南极和小米和严选的消费者是完全不同的，南极针对的消费者是对购入最大要求是方便的“省心型”消费者，大部分购买南极的消费者实际上大部分是从“品类入口”进入的，南极的消费者的要求的不是“产品多么特别”，而是“质量过关，容易买到”，这一点南极电商以“质量过关”，“性价比高”的基础，通过聚合经销端零散流量，共同购买关键词展位等，实现“流量虹吸”，占据流量头部优势，同时实现“系统内高效反馈”，提高其动销率。
- **南极的供应链的角色，和小米和严选是不同的，广大焦虑的中小工厂，实质上是南极电商的客户。**小米和严选都是尽量找强大的供应商合作，双方的议价能力是在持续博弈的，供应商对他们来说就是供应商。而南极不同，南极合作的供应商是中型工厂，甚至中小型工厂，制造产品的工厂对南极而言，是实质上的客户，是南极帮助他们解决订单焦虑，持续出货，南极整合的是较为零散的供应商，对这些供应商来说，南极的议价能力话语权很强，这个角色是不同的。
- **南极电商运营模式最轻，没有存货风险。**南极缔造的是一个去中心化联盟，其模式是最轻的，没有存货风险，这对于消费品企品牌业来说，是一个非常重要的优势，而其反馈效率高，动销调整效率也较高。
- **扩张边界来自于 2-3 年后流量势能红利减弱后，是否可以搭建品牌溢价：**南极电商依靠流量收割，对白牌市场的其他品牌实现了降维打击，很好的享受了目前流量格局的势能红利。GMV 规模和管理运营壁垒，未来 2-3 年发展确定性较强，但若 2-3 年后，白牌市场的集中度进一步提升，红利有所减弱。那么南极的是否搭建品牌溢价就是一个需要考虑的问题，公司 2018 年已经开始加强整体品牌建设，公司的广告营销投入主要不是阿里等搜索流量的买入（这是经销商的工作），而是在品牌调性和整体形象的投入，如户外广告和节目广告，包括线下店的建设，也是希望于提升整体调性，未来南极是否能够成功提高品牌调性，建立品牌溢价，值得关注。
- **南极电商观点总结：**
 - **白牌市场收割者，流量磁铁，满足“省心型”消费者，中期确定性最强：**在未来三年内，南极的运营发展是清晰可见的。作为“雇佣兵联盟主”，南极能够有效的聚合流量，解决上游供应商的出货焦虑，并拓展一些新品类，中期而言，确定性是最强的。但从中长期来看，南极的若要更大的成功，或许还需要提升其自身的品牌力，流量红利预计能持续 2-3 年，在流量红利之后，南极的品牌力打造和提高程度对于其边界影响较大。目前可以看到今年南极加大对于品牌建设费的投入，具体效果需持续观察。
 - **优势：**运营最轻，没有存货风险，确定性最强，切实解决了很多工厂焦虑的现状，整合（或者更确切的说，是服务）的是上游零散产能，在中低端大众市场占据相当的市占率，市场大，模式具有可验证的可行性。
 - **劣势：**品牌统一形象和品牌溢价仍需建设，未来白牌市场进一步集中、流量势能红利有所减弱时，是否可以搭建品牌溢价。

8. 风险提示

- **消费增速放缓：**若国内宏观经济发生进一步波动，经济增长持续放缓，我国社会消费品零售总额亦可能出现增速持续放缓，消费者的消费能力也可能受到影响。此外，线上渠道在高基数背景下，未来增速可能进一步放缓。
- **市场竞争加剧：**新兴品牌商的成功模式存在被其他竞争对手学习和模仿的可能，市场竞争可能加剧。如果公司不能持续巩固自身竞争优势，未来可能存在被对手赶超的风险。
- **品类扩张的风险：**近年来新兴品牌商在优势品类基础之上，开始拓展新的品类，这要求企业能不断开发出适销对路的新品类和新产品。因此行业内公司面临不能充分了解市场需求信息、提高研发设计能力，引致的不能准确把握市场潮流和消费者偏好变化趋势的品类扩张风险。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH